



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA  
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

DANTE BAIARDO CAVALCANTE VIANA JUNIOR

**EFEITO MODERADOR DOS AMBIENTES ECONÔMICO E LEGAL NA RELAÇÃO  
ENTRE A CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE E O DESEMPENHO  
CORPORATIVO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NA AMÉRICA LATINA**

FORTALEZA – CE

2018

DANTE BAIARDO CAVALCANTE VIANA JUNIOR

**EFEITO MODERADOR DOS AMBIENTES ECONÔMICO E LEGAL NA RELAÇÃO  
ENTRE A CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE E O DESEMPENHO  
CORPORATIVO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NA AMÉRICA LATINA**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração e Controladoria.

Área de concentração: Gestão Organizacional.

Orientadora: Prof.<sup>ra</sup> D.<sup>ra</sup> Vera Maria Rodrigues Ponte.

Membros da Banca Examinadora:

Prof.<sup>ra</sup> D.<sup>ra</sup> Márcia Martins Mendes De Luca (UFC)

Prof.<sup>ra</sup> D.<sup>ra</sup> Edilene Santana Santos (FGV)

FORTALEZA-CE

2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Biblioteca Universitária  
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

- V667e Viana Junior, Dante Baiardo Cavalcante.  
Efeito moderador dos ambientes econômico e legal na relação entre a concentração de controle e o desempenho corporativo : evidências empíricas na América Latina / Dante Baiardo Cavalcante Viana Junior. – 2018.  
86 f. : il. color.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2018.  
Orientação: Profª. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte.
1. Controle acionário. 2. Desempenho corporativo. 3. Ambientes econômico e legal. I. Título.  
CDD 658
-

À minha querida esposa, Ana Carla Alves  
de Almeida Viana, por seu amor infinito.

*E agora, meus filhos, lembrai-vos, lembrai-vos de que é sobre a rocha de nosso Redentor, que é Cristo, o Filho de Deus, que deveis construir os vossos alicerces; para que, quando o diabo lançar a fúria de seus ventos, sim, seus dardos no torvelinho, sim, quando todo o seu granizo e violenta tempestade vos açoitarem, isso não tenha poder para vos arrastar ao abismo da miséria e angústia sem fim, por causa da rocha sobre a qual estais edificados, que é um alicerce seguro; e se os homens edificarem sobre esse alicerce, não cairão.*

– Helamã

## RESUMO

Diante do conflito existente entre acionistas majoritários e minoritários, típico de economias emergentes, como nos países da Europa continental e da América Latina, conjectura-se, à luz da Teoria da Agência, a possibilidade de uma relação negativa entre a concentração de controle nas empresas e seus respectivos valores de mercado, pelo fato de esses países, dentre outros aspectos, apresentarem um baixo *enforcement* legal de proteção aos acionistas minoritários, dando margem a comportamentos oportunistas por parte de grandes controladores na extração de benefícios privados de controle. Apesar de ser extensa a literatura que trata dessas implicações, inclusive em economias menos desenvolvidas, os resultados empíricos apresentados nesses estudos são divergentes, tornando inconclusivas as discussões relacionadas à temática. Dessa forma, indaga-se sobre a possibilidade de os ambientes econômico e legal nos quais as empresas estão situadas poderem interferir nessa relação, o que ainda não foi objeto específico de investigação nesses estudos. Nesse contexto, a presente pesquisa tem como objetivo examinar a relação entre a concentração de controle, o desempenho corporativo e os ambientes econômico (instabilidade do mercado) e legal (aspectos legais de proteção aos minoritários) em empresas latino-americanas. A amostra do estudo reúne as companhias de capital aberto listadas nas bolsas de valores de seis países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), adotando como período de análise os anos 2010 a 2016, perfazendo um total de 1.393 observações. O desempenho corporativo, tratado como variável dependente, foi representado pelo valor de mercado ( $Q$  de Tobin e *Enterprise Value*). A concentração de controle foi tratada como variável independente, sendo aproximada pela proporção de ações com direito a voto pertencentes até os três maiores acionistas da empresa. A instabilidade econômica dos países e os respectivos níveis de proteção legal dos investidores minoritários também foram considerados como variáveis independentes, utilizando-se diferentes *proxies* sugeridas pela literatura, como, por exemplo, a inflação e o Índice de Proteção Legal de Investidores Minoritários dos países, elaborado pelo Banco Mundial. Diferentes procedimentos estatísticos foram empregados, como estatísticas descritivas, testes de correlação e regressão linear múltipla com parâmetros estimados pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM). Os resultados obtidos sugerem uma elevada concentração de controle por parte das empresas latino-americanas, sendo identificados níveis mais altos de concentração de controle nas empresas da Argentina. A partir da análise de coeficientes de correlação, observou-se que o valor de mercado apresenta correlação negativa e significativa com a concentração de controle. As estimações dos modelos econométricos em GMM confirmaram um efeito negativo da concentração de controle sobre o valor de mercado. Após a inserção das variáveis relativas ao ambiente econômico, confirmou-se a correlação negativa entre a concentração de controle e o valor de mercado nas companhias de países com economias mais instáveis; no entanto, não se observou esse efeito em países com baixa instabilidade econômica, onde a concentração de controle perde significância em termos de influência sobre o valor de mercado. Por fim, constatou-se ainda uma influência negativa da concentração de capital votante sobre o valor de mercado apenas em economias de baixa proteção legal aos minoritários, apontando-se, inclusive, evidências de correlação positiva entre os construtos em países de maior proteção legal aos minoritários, aceitando-se, portanto, as hipóteses do estudo. Dessa forma, confirmam-se indícios de efeitos destrutivos de grandes acionistas controladores sobre o valor de mercado (efeito entrenchamento) na América Latina, podendo, no entanto, esses efeitos serem potencializados, ou mesmo atenuados, por características dos ambientes econômico e legal em que as empresas estão inseridas.

**Palavras-chave:** Controle acionário. Desempenho corporativo. Ambientes econômico e legal.

## ABSTRACT

In the light of the Agency Theory, the possibility of a negative relation between the concentration of control in the companies and their respective market values is conjectured by the conflict between majority and minority shareholders, typical of emerging economies, such as the countries of continental Europe and Latin America, due to the fact that these countries, among other aspects, present a low legal enforcement of protection to minority shareholders – giving rise to opportunistic behavior by large controllers in the extraction of private control benefits. Although the literature dealing with these implications is extensive, including in less developed economies, the empirical results presented in these studies are divergent, making the discussions related to the issue inconclusive. In this way, I inquire about the possibility that the economic and legal environments in which the companies are located may interfere in this relationship, which has not been the specific object of investigation in these studies. In this context, the present research aims to examine the relationship between control concentration, corporate performance and the economic (market instability) and legal (legal aspects of minority protection) environments in Latin American companies. The study sample includes listed companies on the stock exchanges of six Latin American countries (Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru), taking as a period of analysis the years 2010 to 2016, making a total of 1,393 observations. Corporate performance, treated as a dependent variable, was represented by market value (Tobin's Q and Enterprise Value). The control concentration was treated as an independent variable, being approximated by the proportion of voting shares belonging to the three largest shareholders of the company. The economic instability of countries and their respective levels of legal protection to minority investors were also considered as independent variables, using different proxies suggested by the literature, such as inflation and the Legal Protection Index of Minority Investors of the countries, prepared by the World Bank. Different statistical procedures were used, such as descriptive statistics, correlation tests and multiple linear regression with parameters estimated by the Generalized Moment of Method (GMM). The results suggest a high concentration of control on the part of the Latin American companies, being identified higher levels of concentration of control in the companies of Argentina. From the analysis of correlation coefficients, it was observed that the market value shows a negative and significant correlation with the control concentration. The estimates of the econometric models in GMM confirmed a negative effect of the control concentration on the market value. After insertion of variables related to the economic environment, the negative correlation between control concentration and market value was confirmed in companies from countries with more unstable economies; however, this effect was not observed in countries with low economic instability, where the concentration of control loses significance in terms of influence on market value. Finally, a negative influence of the concentration of voting capital on market value was observed only in economies of low legal protection to the minority, evidencing a positive correlation between the constructs in countries of greater legal protection to the therefore accepting the hypotheses of the study. Thus, evidence of the destructive effects of large controlling shareholders on the market value (entrenchment effect) in Latin America is confirmed, but these effects may be enhanced or even attenuated by the characteristics of the economic and legal environment in which companies are inserted.

**Key words:** Stock control. Corporate performance. Economic and legal environments.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	American Depositary Receipt
Anova	Análise de Variância
GMM	Método dos Momentos Generalizados
GMM-Dif	Método dos Momentos Generalizados em Diferenças
GMM-Sys	Método dos Momentos Generalizados Sistemico
IFRS	International Financial Reporting Standards
IGPC	Índice Geral de Preços ao Consumidor
IPO	Initial Public Offering
OLS	Ordinary Least Square
PIB	Produto Interno Bruno



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Teoria da Agência: divisão entre os modelos tradicional e alternativo.....	23
Quadro 2 – Estudos anteriores sobre a temática, com amostra composta de países emergentes .....	24
Quadro 3 – Variáveis dependentes, independentes e de controle: <i>proxies</i> , referências e fontes dos dados .....	37

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Divisão do ambiente organizacional: específico e geral .....	28
Figura 2 – Médias anuais da concentração de controle – 2010 a 2016 .....	46
Figura 3 – Índice Geral de Preços ao Consumidor – IGPC (INST <sub>1</sub> ) .....	48
Figura 4 – Classificação de risco de investimento dos países (INST <sub>2</sub> ) .....	49
Figura 5 – Índice de Proteção aos Minoritários (PROTEC <sub>1</sub> ) .....	50

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Amostra do estudo – número de observações por ano de análise .....	33
Tabela 2 – Amostra do estudo – número de observações por setor econômico .....	33
Tabela 3 – Escala e mensuração de <i>rating</i> – Agência Moody’s .....	35
Tabela 4 – Estatísticas descritivas – variáveis contínuas ao nível empresa .....	45
Tabela 5 – Estatísticas descritivas – empresas da América Latina por ADR .....	47
Tabela 6 – Matriz de correlação – coeficiente de Pearson (variáveis contínuas) .....	51
Tabela 7 – Correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Enterprise Value</i> .....	53
Tabela 8 – Correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Q</i> de Tobin .....	55
Tabela 9 – Efeitos do ambiente econômico (inflação) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Enterprise Value</i> .....	57
Tabela 10 – Efeitos do ambiente econômico (inflação) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Q</i> de Tobin .....	59
Tabela 11 – Efeitos do ambiente econômico ( <i>rating</i> ) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Enterprise Value</i> .....	61
Tabela 12 – Efeitos do ambiente econômico ( <i>rating</i> ) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Q</i> de Tobin .....	62
Tabela 13 – Efeitos do ambiente legal (proteção ao investidor minoritário) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Enterprise Value</i> .....	64
Tabela 14 – Efeitos do ambiente legal (proteção ao investidor minoritário) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – <i>Q</i> de Tobin .....	65

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1 Contextualização .....	12
1.2 Problema de pesquisa e objetivos .....	15
1.3 Contribuições e relevância do estudo .....	16
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>17</b>
2.1 Estrutura de propriedade e desempenho corporativo .....	18
2.2 Propriedade x desempenho: relevância dos ambientes econômico e legal.....	27
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>32</b>
3.1 Tipologia da pesquisa, população e amostra .....	32
3.2 Variáveis dependente, independentes e de controle .....	34
3.3 Procedimentos estatísticos.....	38
<b>4 RESULTADOS .....</b>	<b>44</b>
4.1 Estatística descritiva – variáveis ao nível empresa.....	44
4.2 Caracterização dos países – ambientes econômico e legal.....	48
4.2.1 <i>Ambiente econômico</i> .....	48
4.2.2 <i>Ambiente legal</i> .....	50
4.3 Correlações entre variáveis e estimações dos modelos .....	50
4.4 Estimações dos modelos com a inserção dos ambientes econômico e legal.....	56
4.4.1 <i>Instabilidade econômica</i> .....	56
4.4.1.1 Índice Geral de Preços ao Consumidor (IGPC) .....	56
4.4.1.2 Nota de <i>rating</i> dos países (Agência Moody’s).....	60
4.4.2 <i>Proteção legal aos investidores minoritários</i> – Banco Mundial.....	63
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>66</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>70</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

Desde o estudo seminal de Berle e Means (1932), a estrutura de propriedade é considerada uma variável-chave nos estudos de governança e desempenho corporativos. Os citados autores pontuam que a estrutura de propriedade das empresas listadas em bolsas de valores nos EUA já era dispersa no início do século XX. Nesse cenário sem grandes acionistas, as empresas enfrentam conflitos entre agente e principal, já que os gerentes podem perseguir seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas (KUMAR; ZATTONI, 2014, 2015). A partir desses conflitos, como apontam Jensen e Meckling (1976), surgiriam os custos de agência, que, por sua vez, refletiriam diretamente no desempenho, podendo seus efeitos serem mitigados em função de fatores como, por exemplo, as características da estrutura de propriedade. Dessa forma, a importância do conflito de interesses entre proprietários e gestores, especialmente em relação às suas prováveis consequências para o desempenho da firma, repercutiu na formação da Teoria da Agência (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Nessa discussão, a estrutura de propriedade passa a ser uma questão importante no âmbito da gestão empresarial, pois determina, dentre diversos fatores, quem tem o poder de decisão final na corporação, possuindo um caráter multidimensional, podendo ser analisada através da concentração acionária, da identidade dos maiores acionistas, da forma de distribuição do controle (piramidal ou direto), bem como, por exemplo, através da divergência entre direitos de voto e de fluxos de caixa (KUMAR; ZATTONI, 2015).

Brey et al. (2014) citam duas características da estrutura de propriedade que são fundamentais para determinar a relação entre a propriedade e o desempenho organizacional: a concentração de controle e a identidade do acionista majoritário. No que diz respeito à concentração de controle, à luz da Teoria da Agência, poder-se-ia supor que a formação de grandes blocos de acionistas traria um efeito positivo sobre o desempenho corporativo, partindo-se do pressuposto de que os proprietários de grandes lotes de ações são mais exigentes na cobrança de eficientes mecanismos de governança para controlar as decisões administrativas. Dessa forma, a formação de *blockholders* poderia facilitar a fiscalização da gestão, mitigando eventuais comportamentos oportunistas por parte dos agentes, e, conseqüentemente, reduzindo os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976), aumentando, assim, o desempenho empresarial.

Por outro lado, conforme assinalam Crisóstomo e Pinheiro (2016), em ambientes com incipiente proteção legal, como nos países da Europa continental e da América Latina, a

concentração de controle também poderia gerar efeitos prejudiciais ao desempenho corporativo. A ideia emerge, dentre outros fatores, do fato de esses países apresentarem um baixo *enforcement* legal de proteção aos acionistas minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), dando margem a comportamentos oportunistas por parte de acionistas majoritários na extração de benefícios privados do controle, comprometendo, inclusive, o sistema de governança da firma, o que possivelmente afetaria negativamente o seu desempenho.

Dessa forma, nesse ambiente de pouca proteção ao minoritário e de baixo *enforcement* legal, em que a concentração de controle se encontra em patamar elevado, o conflito de agência principal ocorre na relação principal-principal (CHEN; YOUNG, 2010; DURNEV; KIM, 2005; SHLEIFER; VISHNY, 1997), diferentemente da óptica principal-agente (JENSEN; MECKLING, 1976), tratada em economias desenvolvidas, onde, via de regra, o capital é pulverizado. Dentre as diversas formas de expropriação dos minoritários pelos controladores na relação principal-principal, destacam-se: pagamento de salários excessivos para si; autonegação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo); e utilização de ativos da empresa como garantia de transações pessoais ou ao tomar emprestados fundos da empresa com vantagens comerciais (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007).

Nessa discussão, Viana Junior, Morais e De Luca (2016) mencionam que as discussões acerca da influência da concentração de controle sobre o desempenho corporativo não são conclusivas. Nessa esteira, é possível identificar-se estudos com amostras de países emergentes – caracterizados como de reduzida proteção ao minoritário e baixo *enforcement* legal, quando comparados aos países desenvolvidos – que apresentam relações positivas entre concentração de controle e desempenho corporativo (FERREIRA; MARTINS, 2016; REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012), relações negativas (LEFORT; URZÚA, 2008; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; SANT’ANA et al., 2016) e, inclusive, relações nulas (CAMPOS, 2006; MENDEZ; VILLANUEVA, 2010), tornando inconclusivas as discussões relacionadas à temática.

Assim, uma corrente de estudos infere sobre a possibilidade de os ambientes econômico e legal poderem interferir nessa relação (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; SANT’ANA et al., 2016; SIQUEIRA, 1998; SOARES; KLOECKNER, 2008), o que ainda não foi objeto de análise empírica específico nos estudos sobre a relação “Controle x Desempenho”.

Nesse espectro, dentre as diversas características dos ambientes econômico e legal em que as organizações estão inseridas, destacam-se, para fins de análise neste estudo, a instabilidade econômica do mercado (BRUTON et al., 2010; NORTH, 1990; SIQUEIRA, 1998) e os aspectos legais de proteção aos minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), respectivamente.

Mangena, Tauringana e Chamisa (2012) comentam que os efeitos da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo dependem da natureza do ambiente econômico, que também traria implicações importantes para a formulação de ações por parte dos *policymakers*. Dessa forma, em se tratando da instabilidade econômica, é possível supor que em mercados economicamente mais instáveis, os conflitos entre principal e agente (JENSEN; MECKLING, 1976), ou mesmo entre principal e principal (SHLEIFER; VISHNY, 1997), tendem a ser mais acirrados, devido a maiores chances de comportamento oportunístico por parte dos altos gestores (WILLIAMSON, 1975). Isso poderia ser justificado, dentre outros motivos, pela possibilidade de a instabilidade econômica surtir um efeito cognitivo nos altos gestores, no sentido de impulsioná-los a evitar riscos futuros (MORRIS, 1994), o que os incentivaria a agir ainda mais fortemente na expropriação da riqueza da firma – incitando a extração de benefícios privados do controle, impulsionando os custos de agência e, conseqüentemente, prejudicando o desempenho corporativo. Por essa perspectiva, Rennó (2001, p. 50) assinala ainda que a instabilidade econômica pode impulsionar os indivíduos a agir “somente guiados por suas necessidades imediatas, desconsiderando as conseqüências de seus atos para a vida dos outros e para futuros resultados coletivos”. Dessa forma, o conflito de interesses entre as partes poderia ser intensificado, dependendo da instabilidade das variáveis econômicas (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007).

Acerca do ambiente legal em que as organizações situam-se, mais especificamente no que tange aos aspectos legais de proteção aos minoritários, à luz do exposto por La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999), alguns estudos empíricos apontam que em países onde há maior proteção aos minoritários – mesmo naqueles caracterizados como emergentes – poder-se-ia esperar que a concentração de propriedade tenha influência positiva sobre o desempenho corporativo (AL-SHAMMARI; O’BRIEN; ALBUSAIDI, 2013; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015; GUGLER; MUELLER; YURTOGLU, 2008; KUTSUNA; OKAMURA; COWLING, 2002). A lógica se pauta na ideia de que, sob o bojo legal de proteção aos minoritários, os grandes acionistas estariam impossibilitados de agir apenas buscando atender a seus próprios interesses, o que possivelmente atenuaria, de forma concomitante, o conflito principal-principal

(DURNEV; KIM, 2005; SHLEIFER; VISHNY, 1997), típico de regiões emergentes, como é o caso da América Latina.

As bolsas de valores da América Latina em geral são caracterizadas por baixo volume de negociação, reduzida capitalização de mercado, baixa liquidez e pouca atividade de Oferta Pública Inicial (IPO), quando comparadas às de países desenvolvidos (SANTIAGO-CASTRO; BROWN, 2007). Em se tratando de forma específica da estrutura de propriedade e controle, Lefort (2005) aponta duas características principais das empresas latino-americanas: apresentam elevada concentração e são direta ou indiretamente controladas por numerosos conglomerados industriais, financeiros ou mistos. O autor assinala ainda que as privatizações moldaram as estruturas de controle das empresas da região, apesar de ainda ser possível observar o governo atuando como controlador de um considerável número de grandes companhias.

Ainda em se tratando da América Latina, Santiago-Castro e Brown (2007) comentam que a falta de proteção institucional para os direitos dos acionistas minoritários pode aumentar o potencial de problemas de agência, especialmente no que diz respeito à expropriação dos direitos daquela categoria.

## 1.2 Problema de pesquisa e objetivos

Com o propósito de se obter mais clareza sobre o tema em questão, buscam-se informações que ajudem a encontrar respostas para o seguinte questionamento: Qual a relação entre estrutura de propriedade, desempenho corporativo e os ambientes econômico e legal nas empresas latino-americanas?

O objetivo geral da pesquisa consiste, portanto, em analisar a relação entre estrutura de propriedade – em se tratando especificamente da concentração de controle –, o desempenho corporativo e os ambientes econômico (instabilidade do mercado) e legal (aspectos legais de proteção aos minoritários) nas empresas listadas nas bolsas da América Latina.

Para facilitar o alcance do objetivo geral, foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- (i) examinar as características dos ambientes econômico e legal dos países analisados; e
- (ii) verificar se a influência do controle acionário sobre o desempenho corporativo se diferencia em função dos ambientes econômico e legal nos países latino-americanos analisados.



### 1.3 Contribuições e relevância do estudo

A realização deste estudo viabiliza-se por sua contribuição em aspectos científicos, assim como para o mercado. É possível identificar na literatura nacional (CAIXE; KRAUTER, 2013; CAMPOS, 2006; DAL VESCO; BEUREN, 2015; KAVESKI et al., 2015; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; SANT'ANA et al., 2016; SILVEIRA et al., 2004) e estrangeira (AL-SHAMMARI; O'BRIEN; ALBUSAIIDI, 2013; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015; GUGLER; MUELLER; YURTOGLU, 2008; KUTSUNA; OKAMURA; COWLING, 2002) diversos estudos que abordaram as influências da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo. Poucos, no entanto, se dedicaram a analisar essa relação em países subdesenvolvidos (KOBESSI; SUN, 2010; MEHDI, 2007; TAM; TAN, 2007), sendo ainda mais raros estudos especificamente na América Latina (FERREIRA; MARTINS, 2016). Além de contribuir para a discussão no contexto latino-americano, este estudo avança ao incluir em suas análises os aspectos relacionados aos ambientes econômico e legal, não se restringindo à divisão clássica entre *Common Law* e *Code Law*, mas trazendo discussões mais acuradas ao tratar de forma específica instabilidade econômica e o nível de proteção legal dos acionistas minoritários nos países analisados – o que, de acordo com Mangena, Tauringana e Chamisa (2012), não é considerado em muitas das pesquisas já realizadas sobre a temática.

Ainda acerca das potenciais contribuições científicas deste estudo, Wang e Shailer (2015) alertam que muitos estudos sobre estrutura de propriedade, usando como amostras países emergentes, como os da América Latina, apresentam alguns “deslizes” metodológicos, principalmente em torno de estimações econométricas que não consideram os potenciais efeitos da endogeneidade da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo. Dessa forma, este estudo avança frente a outras pesquisas ao procurar corrigir esses erros, utilizando estimações mais robustas, como modelagens econométricas por meio do Método dos Momentos Generalizados (GMM), vislumbrando-se preencher esse *gap* presente na literatura.

Deve-se destacar também a importância deste estudo para o mercado, ao procurar apresentar um panorama atualizado das empresas listadas nas principais bolsas da América Latina quanto aos níveis de concentração de propriedade, o que pode vir a ser usado como fonte de consulta a investidores nacionais e estrangeiros quanto à situação das empresas desses países frente a outras nações. Nesse sentido, vislumbra-se ainda uma contribuição a agentes atuantes no mercado de capitais (investidores, instituições de investimentos, por exemplo), ao se apresentar um conteúdo relativo ao ambiente institucional dos países investigados – principalmente no que diz respeito aos aspectos legais de proteção aos minoritários, que,

segundo La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) e Santiago-Castro e Brown (2007), constitui um dos maiores problemas desses países.

Por fim, ressalte-se ainda a relevância do presente estudo ao abordar aspectos econômicos da América Latina. Nesse sentido, Lopes e Walker (2012) comentam que as companhias latino-americanas estão imersas em um ambiente institucional pobre, mas concomitantemente com importantes oportunidades de crescimento geradas por um recente período de estabilização macroeconômica e política. É possível identificar estudos por parte de órgãos mercadológicos que preveem uma recuperação da América Latina nos próximos anos (FITCH RATINGS, 2016). Ainda nessa discussão, Ferreira e Martins (2016) referem-se a recentes mudanças estruturais na região, como o aumento do volume transacional, a relevância da região no contexto mundial enquanto economia emergente e a inexistência de estudos comparativos da região, o que viabiliza e incentiva a produção de pesquisas científicas que tratem especificamente desse ambiente.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

As empresas apresentam níveis diversos de concentração de propriedade, o que, de certa forma, pode causar diferentes comportamentos por parte dos já detentores das ações, dos futuros investidores e dos diversos *stakeholders* interessados no controle e propriedade da firma, ou em suas atitudes perante o ambiente externo. Dessa forma, a estrutura de propriedade está diretamente relacionada a questões tratadas no âmbito da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e da governança corporativa, podendo refletir no desempenho da companhia (SANT'ANA et al., 2016).

Nessa discussão, Reyna, Vázquez e Valdés (2012, p. 12) ensinam que a “Teoria da Agência é a base teórica mais importante que examina e explica a relação entre estrutura de propriedade e desempenho financeiro”, dentre outros fatores pelo fato de essa teoria possibilitar melhor compreensão dos custos de agência advindos dos conflitos principal-agente (JENSEN; MECKLING, 1976) ou mesmo principal-principal (DURNEV; KIM, 2005; SHEIFER; VISHNY, 1997), que são os principais impactantes no desempenho corporativo, considerando-se a estrutura de propriedade.

Assim, este capítulo apresenta uma contextualização da Teoria da Agência, voltando-se para os reflexos da estrutura de propriedade – principalmente no que tange à concentração acionária – sobre o desempenho corporativo.

### 2.1 Estrutura de propriedade e desempenho corporativo

Dada a assimetria informacional entre os agentes do mercado (AKERLOF, 1970), a Teoria da Agência delinea-se na perspectiva de explicar os conflitos entre principal e agente, usando como fundamento a evidente separação entre propriedade e gestão (JENSEN; MECKLING, 1976). A partir desses conflitos, segundo esses dois autores, surgiriam os custos de agência, que, por sua vez, refletiriam diretamente no desempenho da organização, podendo seus efeitos serem mitigados, dependendo, dentre outros fatores, do nível de concentração acionária.

A partir das proposições feitas por Jensen e Meckling (1976), diversos estudos dedicaram-se a analisar as possíveis relações entre desempenho corporativo e estrutura de propriedade. Os resultados obtidos pela literatura são evidentemente divergentes, podendo-se encontrar duas correntes de resultados empíricos: uma que aponta reflexos positivos da concentração acionária sobre o desempenho corporativo (ANG; COLE; LIN, 2000; FAUZI; LOCKE, 2012; FLEMING; HEANEY; MCCOSKER, 2005; FLORACKIS, 2008; GUGLER;

MUELLER; YURTOGLU, 2008; HELWEGE; PIRINSKY; STULZ, 2007), e outra que identifica uma relação negativa entre os dois construtos (CAIXE; KRAUTER; 2013; GUTIÉRREZ; POMBO; 2009; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO; 2010; LEFORT; URZÚA; 2008; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO; 2015; REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS; 2012; ZHANG; KYAW; 2016).

Bruton et al. (2010) e La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999) creem ser a origem legal dos países um dos possíveis determinantes para explicar tais divergências, dadas, entre outros fatores, as divergências do *enforcement* da legislação na perspectiva de proteção aos investidores minoritários. Nesse sentido, Carmo, Ribeiro e Carvalho (2011) assinalam que as pesquisas sobre os sistemas jurídicos dos países têm utilizado a divisão tradicional em *Common Law* e *Civil Law*. Dessa forma, a abordagem teórica e prática das possíveis consequências da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo seriam distintas entre as economias *Common Law* e as *Civil Law*.

Assim, sob os pressupostos clássicos da Teoria da Agencia advindos de pesquisas sobre a estrutura de propriedade em economias *Common Law*, Hitt, Ireland e Hoskisson (2012) postulam que as firmas com níveis mais altos de concentração de propriedade transmitem para o mercado a ideia de uma melhor governança corporativa, partindo-se do pressuposto de que os proprietários de grandes lotes de ações, e, conseqüentemente, com concentrados poderes de decisão, são mais exigentes na cobrança de eficientes mecanismos de governança para controlar as decisões administrativas, exercendo, portanto, um monitoramento mais eficaz sobre a gestão, na perspectiva de dirimir possíveis divergências entre principal e agente. Dessa forma, as empresas com estrutura de capital mais concentradas transmitiriam ao mercado sinais de níveis mais altos de monitoramento da gestão, o que diminuiria a assimetria informacional entre *insiders* (responsáveis pela gestão) e *outsiders* (donos do capital).

Hansmann (2000) avança nessa discussão ao propor que uma maior concentração de propriedade implica melhor desempenho corporativo, porque reduz os custos de propriedade, que, segundo o autor, podem ser de três tipos: de agência ou monitoramento, do processo decisório coletivo e dos custos relacionados ao risco.

Os custos de agência ou monitoramento relacionam-se aos gastos necessários para monitorar a condução dos negócios e, dessa forma, alinhar as ações dos gestores aos interesses dos acionistas (HANSMANN; HANSMANN, 2009). Nesse contexto, Campos (2006) destaca que os custos de monitoramento são mais elevados em organizações com grande número de acionistas, porque, em tese, um volume maior de informações deve ser dado a um grande

número de pessoas. Os custos de agência ou monitoramento também se relacionam ao oportunismo dos administradores, e são decorrentes de ações legais, da busca por mais sofisticação dos contratos e de outras sanções impostas ao comportamento dos gestores.

Os custos do processo decisório coletivo relacionam-se à heterogeneidade dos participantes, o que acaba por gerar custos no processo decisório (HANSMANN; HANSMANN, 2009). Campos (2006, p. 370) também esclarece que "em uma estrutura de propriedade pulverizada, os custos de negociação entre os diferentes acionistas, com distintos interesses e percepções da forma de condução dos negócios, podem ser elevados". Dessa forma, quando a propriedade é concentrada em um grupo homogêneo, os interesses convergem e os custos do processo decisório são menores (CAMPOS, 2006).

Os custos relacionados ao risco, em oposição aos dois tipos anteriores – que têm origem no controle e na condução dos negócios –, são provenientes do próprio negócio. A suposição é que a concentração de propriedade eleve os custos relativos ao risco, já que com a propriedade mais concentrada, os riscos concentram-se no grupo de proprietários, ao passo que a dispersão da propriedade tende a reduzir esses riscos (HANSMANN; HANSMANN, 2009). Assim, de forma geral, é possível supor que a propriedade concentrada melhora o desempenho, já que, nesse cenário, os custos de agência ou monitoramento e do processo decisório coletivo são menores, apesar de os custos advindos do risco supostamente serem maiores.

Nessa discussão, em economias de países *Common Law*, na forma de organização corporativa do modelo anglo-saxão, caracterizado por economias desenvolvidas, mercado acionário com níveis elevados de negociação, alta proteção legal aos investidores e níveis superiores de *enforcement* legal, a separação entre controle e propriedade prevaleceu, tendo sérias implicações na forma como a empresa opera no mercado. Nesse cenário, com a separação entre gestão e controle do capital, surgem as possibilidades de desvio de riqueza por parte dos gestores, cabendo aos acionistas o uso de mecanismos para reduzir esses custos e alinhar os objetivos e comportamento da administração, a fim de maximizar o valor da empresa (REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012).

Dessa forma, alinhados ao pensamento de Jensen e Meckling (1976), e adotando como amostra grupo de empresas nos padrões de economias anglo-saxãs, em que a maior parte do capital se encontra pulverizada, diversos estudiosos encontraram evidências empíricas de correlação positiva entre concentração de propriedade e desempenho corporativo, na Austrália (FLEMING; HEANEY; MCCOSKER, 2005), nos Estados Unidos (ANG; COLE; LIN, 2000;

GUGLER; MUELLER; YURTOGLU, 2008; HELWEGE; PIRINSKY; STULZ, 2007), na Inglaterra (FLORACKIS, 2008) e em Nova Zelândia (FAUZI; LOCKE, 2012).

Em contrapartida a esse modelo tradicional de agência advindo dos primeiros estudos empíricos sobre a temática, desenvolvidos com amostras de países de sistema *Common Law*, Nguyen, Locke e Reddy (2015) informam que uma literatura recente de governança corporativa reexaminou a tradição do quadro de agência principal-agente, para entender contextos fora das jurisdições anglo-saxãs, especialmente onde a propriedade altamente concentrada é a norma, como é o caso de economias de países com sistema jurídico *Code Law*. Nesse sentido, Filatotchev, Jackson e Nakajima (2013) destacam que essa teoria, quando em seu modelo inicial, foi desenvolvida numa estrutura baseada em empresas com propriedade difusa, ou seja, caracterizadas por um grande número de investidores com um nível baixo de participação no negócio. Céspedes, González e Molina (2010) e Önder (2003) observam, portanto, que os resultados empíricos sobre a relação entre concentração acionária e desempenho empresarial oriundos de pesquisas em mercados desenvolvidos não podem ser generalizados para países emergentes, como no caso da América Latina e da Europa continental.

Nesse contexto, Bruton et al. (2010) salientam ainda que, com base em estudos pioneiros nos campos jurídico e econômico, os pesquisadores de gestão argumentam cada dia mais que a eficácia dos mecanismos de governança corporativa pode diferir de país para país, sendo esses mecanismos moderados por características institucionais dos respectivos sistemas econômicos. Portanto, o quadro tradicional da agência desenvolvido em estudos aplicados em economias de sistema jurídico *Common Law* pode apresentar apenas uma visão parcial do mundo.

Recentes estudos realizados em economias emergentes caracterizadas com o sistema jurídico *Code Law*, como o Brasil (CAIXE; KRAUTER, 2013; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; MARQUES, GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015), o Chile (LEFORT; URZÚA, 2008), a China (CHEN; YOUNG, 2010; ZHANG; KYAW, 2016), a Colômbia (GUTIÉRREZ; POMBO, 2009), o México (REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012) e a Turquia (ÖNDER, 2003), apontam na direção de um possível efeito destrutivo da concentração da propriedade sobre o desempenho corporativo. A ideia reside na possibilidade de os maiores acionistas agirem em benefício próprio, utilizando, de forma desmedida, seu poder de controle, o que, por sua vez, geraria custos para os minoritários, que são legalmente desprotegidos contra

a usurpação pelos majoritários – seja pela falta de legislação específica, ou mesmo pelo baixo *enforcement* legal típico desses países.

Claessens et al. (2002), por exemplo, investigaram a influência da estrutura de propriedade e controle sobre o desempenho corporativo, mensurado pelo valor de mercado, em empresas de oito países da Ásia oriental. Os achados do estudo apontam que à medida que aumentam os direitos do acionista controlador sobre o fluxo de caixa, também ocorre um crescimento do valor de mercado da empresa. Entretanto, quando os direitos sobre o fluxo de caixa dos maiores acionistas são inferiores aos seus direitos de controle, o valor de mercado da empresa tende a diminuir. Assim, foi possível verificar, portanto, que em países com maior concentração de propriedade, o principal conflito de agência percebido diz respeito às relações entre acionistas controladores e acionistas minoritários (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

A extensa pesquisa de meta-análise realizada por Wang e Shailer (2015) reforça a ideia de um efeito negativo da concentração acionária sobre o desempenho empresarial. Os autores investigaram 42 estudos que utilizaram amostras reunindo 18 países emergentes, incluindo Brasil, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Malásia, Tailândia e Turquia. Mediante análise documental das metodologias utilizadas nos estudos, os autores identificam erros metodológicos significativos, principalmente no que diz respeito ao não tratamento de possíveis problemas de endogeneidade da variável “concentração de propriedade” quando tratada como variável independente. Após a aplicação dos devidos testes e a correção econométrica dos erros encontrados nesses estudos, os resultados mostram que, de fato, a concentração acionária tem influência estatisticamente significativa e negativa sobre o desempenho corporativo nas empresas dos países emergentes considerados.

Ao refletir sobre direitos de voto e a distinção entre o comportamento dos acionistas minoritários e o dos acionistas majoritários, Harris e Raviv (1988) se posicionam na ideia de que nas companhias de capital aberto em que não estejam presentes apenas ações com direito a voto, como no caso da América Latina, por exemplo, há uma certa tendência de existirem maiores benefícios privados de controle, ocorrendo principalmente quando tais empresas localizam-se em países com incipiente proteção legal.

Diante da evidente divergência entre os estudos que abordam a influência da concentração acionária sobre o desempenho corporativo em função da origem legal dos países, o Quadro 1 apresenta uma divisão entre a aplicação da Teoria da Agência em países *Common Law* – normalmente desenvolvidos e reconhecidos neste estudo como “Modelo Tradicional” –

, e em economias ligadas ao sistema *Code Law* – geralmente países menos desenvolvidos e reconhecidos como “Modelo Alternativo”.

CARACTERÍSTICA	MODELO TRADICIONAL	MODELO ALTERNATIVO
Conflito principal investigado	Agente-Principal	Principal-Principal
Principais economias investigadas	Países desenvolvidos	Países subdesenvolvidos ou emergentes
Nível de concentração acionária	Capital pulverizado	Capital concentrado
Características das economias analisadas	Mercado acionário com níveis elevados de negociação, alta proteção legal aos investidores e níveis superiores de <i>enforcement</i> legal	Mercado acionário com baixos níveis de negociação, baixa proteção legal aos investidores e baixo nível de <i>enforcement</i> legal
Principais achados	A formação de <i>blockholders</i> geralmente surte um efeito positivo sobre o modelo de governança corporativa	A formação de <i>blockholders</i> geralmente surte um efeito negativo sobre o modelo de governança corporativa
Estudos empíricos	Ang, Cole e Lin (2000) Fauzi e Locke (2012) Fleming, Heaney e Mccosker (2005) Florackis (2008) Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008) Helwege, Pirinsky e Stulz (2007)	Caixe e Krauter (2013) Chen e Young (2010) Gutiérrez e Pombo (2009) Iturriaga e Crisóstomo (2010) Lefort e Urzúa (2008) Marques, Guimarães e Peixoto (2015) Önder (2003) Reyna, Vázquez e Valdés (2012)

Quadro 1 – Teoria da Agência: divisão entre os modelos tradicional e alternativo

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base no Quadro 1, mesmo sendo possível identificar uma extensa literatura empírica que apresenta efeitos negativos da concentração acionária sobre o desempenho corporativo em países emergentes, é mister destacar ainda alguns estudos que encontram correlações positivas. Os resultados de Iturriaga e Crisóstomo (2010), por exemplo, apontam na direção de que a concentração acionária beneficia o desempenho até certo ponto, a partir do qual os efeitos começam a ser destrutivos.

Dada a diversidade de estudos nacionais e estrangeiros acerca da temática e que utilizam como amostras grupos de empresas de países emergentes, o Quadro 2 apresenta algumas dessas pesquisas que trouxeram como amostras especificamente empresas sediadas em nações da América Latina. A busca nessas pesquisas, no site *scholar.google.com.br*, deu-se por meio das palavras-chave “estrutura de propriedade”, “concentração acionária”, “desempenho” e “valor de mercado” – bem como seus respectivos termos em inglês. No Quadro 2 são apresentados ainda os principais métodos empregados nos estudos, bem como os principais achados acerca da relação entre a concentração acionária e a *performance* empresarial.



Obra	Amostra	Período de análise	Metodologia principal	Resultado
Ferreira e Martins (2016)	566 empresas de capital aberto da Argentina (40), do Brasil (330) e do Chile (196)	2008-2012	Modelos de regressão em painel com efeitos aleatórios	Na Argentina, a estrutura de propriedade e controle esteve correlacionada positivamente ao retorno das ações; no Brasil, negativamente correlacionada ao <i>market-to-book</i> ; no Chile, positivamente correlacionada ao Ebitda.
Sant'Ana et al. (2016)	22 empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica	2010-2014	Modelos de regressão em painel com efeitos aleatórios	Efeitos negativos da concentração acionária sobre o desempenho corporativo.
Dal Vesco e Beuren (2015)	1.163 observações ano-empresas	2007-2012	Sistemas de equações simultâneas	Efeitos simultâneos na direção das variáveis e causalidade reversa na correlação entre desempenho e estrutura de propriedade.
Kaveski et al. (2015)	66 empresas brasileiras de capital aberto de controle familiar	2010-2013	Teste de média de Kruskal-Wallis Regressão logística multinomial	Verificou-se uma associação entre desempenho empresarial avaliado pelo ROA e pelo ROI e estrutura de propriedade. Não foi possível afirmar que existe uma associação entre ROE e estrutura de propriedade.
Marques, Guimarães e Peixoto (2015)	138 empresas brasileiras de capital aberto	2004-2012	Modelos de regressão com dados em painel Método dos Momentos Generalizados Sistemico	Correlação negativa e significativa entre concentração do direito de voto e valor de mercado. As variáveis de desempenho (ROA e Ebitda) e risco (volatilidade do retorno das ações) não foram afetadas de forma significativa pela concentração acionária.
Caixe e Krauter (2013)	237 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto	2001-2010	Modelos dinâmicos de regressão estimados pelo Método dos Momentos Generalizados Sistemico	Constatou-se a existência de relação quadrática entre concentração no direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador e valor de mercado
Reyna, Vázquez e Valdés (2012)	90 companhias mexicanas de capital aberto	2005-2009	Regressões em mínimos quadrados de dois estágios (2SLS) Método dos Momentos Generalizados Sistemico	Correlação positiva da concentração acionária sobre o desempenho corporativo.
Iturriaga e Crisóstomo (2010)	213 companhias brasileiras de capital aberto	1995-2004	Modelos dinâmicos de regressão estimados pelo Método dos Momentos Generalizados Sistemico	A concentração acionária tem um efeito não-linear: inicialmente a concentração melhora o valor de mercado da maioria, mas em determinado momento afeta negativamente
Mendez e Villanueva (2010)	12 empresas chilenas de capital aberto emissoras de ADR	1998-2007	Regressões em mínimos quadrados de dois estágios (2SLS)	Não foi possível identificar uma correlação estatisticamente significativa entre concentração de propriedade e desempenho corporativo.

Lefort e Urzúa (2008)	165 empresas chilenas de capital aberto	2000-2003	Regressões em mínimos quadrados ordinários Regressões em mínimos quadrados de três estágios	Dentre outros achados, apresentam-se indícios de uma influência negativa da concentração sobre o desempenho mensurado pelo $Q$ de Tobin.
Silveira, Barros e Famá (2008)	161 empresas brasileiras de capital aberto	1998-2002	Regressões em mínimos quadrados ordinários Efeitos Fixos Efeitos Aleatórios	Identificada influência da exogeneidade da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo.
Dami, Rogers e Ribeiro (2007)	176 empresas brasileiras de capital aberto	1997-2001	Análise de Variância Paramétrica (Anova)	Maior concentração de propriedade pela relação de dependência entre <i>performance</i> e concentração acionária.
Okimura, Silveira e Rocha (2007)	194 empresas brasileiras de capital aberto	1998-2002	Método de mínimos quadrados ordinários Efeitos Aleatórios Efeitos Fixos	Evidência de uma influência quadrática da concentração de votos sobre o valor, e uma influência negativa linear do excesso de votos sobre o valor.
Campos (2006)	136 empresas brasileiras de capital aberto	1998-2001	Regressões múltiplas, configuradas na forma de painéis	Não se estabeleceu correlação alguma entre essas variáveis, mesmo utilizando dados em painel.

Quadro 2 – Estudos anteriores sobre a temática, com amostra composta de países emergentes

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com o Quadro 2, foi possível identificar 14 estudos que tratam da temática “Propriedade x Desempenho”. Observa-se que 10 deles reuniram em suas amostras apenas empresas brasileiras; enquanto dois abordaram empresas chilenas (LEFORT; URZÚA, 2008; MENDEZ; VILLANUEVA, 2010); um dos estudos tratou de empresas mexicanas (REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012); e uma pesquisa tratou de empresas da América Latina (FERREIRA; MARTINS, 2016).

Destaque-se ainda que oito dos 14 estudos adotaram como tratamento metodológico modelagens econométricas frágeis na captura dos problemas de endogeneidade apontados em relevantes estudos na área de finanças que abordaram esse importante problema (BARROS et al., 2010). Em seu arcabouço, insere-se, inclusive, a pesquisa de Ferreira e Martins (2016), que abordou a questão no âmbito da América Latina, utilizando modelos de regressão em painel com efeitos aleatórios, o que, segundo Barros et al. (2010) e Roodman (2009), seria insuficiente para mitigar os evidentes problemas de endogeneidade dos regressores, o que aumenta a possibilidade de tais resultados serem espúrios.

Nessa discussão, torna-se ainda oportuno observar, com base no Quadro 2, que alguns estudos identificaram uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre concentração de controle e valor de mercado, considerando amostras tanto de empresas brasileiras (CAIXE; KRAUTER, 2013; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), quanto de empresas chilenas (LEFORT; URZÚA, 2008). Assim, somando-se aos argumentos apresentados na seção anterior, fundamentados principalmente na Teoria da Agência replicada aos moldes das economias menos desenvolvidas, pela óptica do conflito principal-principal (DJANKOV et al., 2008; SHLEIFER; VISHNY, 1997), este estudo levanta como primeira hipótese de pesquisa que:

*H<sub>1</sub>: A concentração de controle tem influência negativa sobre o desempenho nas empresas latino-americanas.*

Ainda de conformidade com o Quadro 2, é possível constatar que nenhum estudo tratou de forma específica os ambientes econômico e legal em suas modelagens econométricas – o que garante um diferencial na realização do presente estudo, ao se abordar as variáveis relativas à instabilidade econômica, bem como o nível de proteção legal dos investidores minoritários nas modelagens econométricas propostas. Dessa forma, mesmo com a intensa

discussão na literatura, ainda assim apresentam-se relevantes oportunidades de discussão acerca da temática “Propriedade x Desempenho”, principalmente no âmbito de economias menos desenvolvidas, como na América Latina.

Dada a discussão apresentada, registre-se ainda que, mais recentemente, pesquisas no âmbito organizacional aludem a uma possível correlação entre as teorias institucionais e a Teoria da Agência, sugerindo-se, portanto, que a relevância dos problemas de agência ora discutidos e a eficácia dos fatores de governança corporativa dependem do ambiente geral de cada nação (BRUTON et al., 2010; DOUMA; GEORGE; KABIR, 2006).

Assim, com base no quadro institucional de governança corporativa, é possível reconhecer uma literatura recente que elege as influências do ambiente organizacional, como o sistema jurídico, o Estado de Direito e a proteção dos investidores, como fatores capazes de influenciar a eficácia das estratégias empresariais e, conseqüentemente, de alterar a correlação entre concentração de propriedade e desempenho corporativo (FILATOTCHEV; JACKSON; NAKAJIMA, 2013; MANGENA; TAURINGANA; CHAMISA, 2012).

## 2.2 Propriedade x desempenho: relevância dos ambientes econômico e legal

A abordagem das ciências política e econômica pressupõe que as ações estratégicas idealizadas pelos *policy makers* resultam de um "cálculo" estratégico para fomentar ganhos de troca. Assim, nessa abordagem, as regras associadas às instituições econômicas criam incentivos para os agentes econômicos – como gestores ou mesmo acionistas controladores –, dadas as suas preferências e habilidades cognitivas e a forma como eles moldam os resultados da organização (BRUTON et al., 2010; NORTH, 1990). Nessa direção, Gourevitch (2003) e Roe (2003) ensinam que apenas o sistema jurídico ou mesmo a cultura do país onde a organização é sediada não especifica totalmente os incentivos que moldam a forma como gerentes e proprietários calculam suas estratégias, sendo suas ações, portanto, moldadas por um conjunto de fatores advindos de um ambiente mais amplo.

Assim, estudos no âmbito da Teoria das Organizações discutem a relevância do ambiente organizacional, assim como de seus potenciais efeitos sobre a forma como os agentes de mercado elaboram suas estratégias e moldam seus valores (DAFT, 2008). Segundo Carvalho (2010), a literatura tem reconhecido o termo “ambiente organizacional” como a maneira mais ampla e abrangente de definir o espaço onde as organizações estão inseridas, sendo este, por sua vez, normalmente dividido em dois grandes grupamentos: ambiente específico e ambiente geral (SCHERMERHORN JUNIOR, 1999).

O ambiente específico compreende os setores com os quais as organizações interagem de forma mais direta, assumindo características únicas e diferenciadas de uma organização para outra (SOBRAL; PECI, 2008), e que tem um impacto mais imediato em sua capacidade de alcançar as metas (DAFT, 2008), incluindo clientes, órgãos reguladores e fornecedores. Schermerhorn Junior (1999) conceitua o ambiente específico das organizações como o espaço mais próximo e imediato, compreendendo grupos e pessoas com os quais as organizações precisam interagir de maneira mais direta, para sobreviver e prosperar.

O ambiente geral, por sua vez, pode ser compreendido como aquele composto por elementos mais gerais, mas que ainda detêm potencial para influenciar decisões estratégicas, mesmo que de maneira mais indireta, quando comparados aos elementos do ambiente específico (CARVALHO, 2010; DAFT, 2008). Dessa forma, dada a abrangência do ambiente geral, à luz do exposto por Carvalho (2010), Daft (2008) e Schermerhorn Junior (1999), é possível dividir o ambiente geral em ambientes menores, que poderiam ser denominados subambientes, conforme características individuais dos fatores do ambiente geral capazes de influenciar substancialmente as diversas operações da organização, na forma a saber: subambiente legal, subambiente sociocultural, subambiente econômico, subambiente político, subambiente ecológico ou ambiental, etc.

A Figura 1 apresenta uma visão geral do ambiente organizacional, a sua divisão em ambiente específico e ambiente geral, assim como das possíveis subdivisões do ambiente geral e seus fatores.



Figura 1 – Divisão do ambiente organizacional: específico e geral

Fonte: Elaborada pelo autor, com base em Carvalho (2010), Daft (2008) e Schermerhorn Junior (1999).

Dos diversos subambientes compreendidos no ambiente geral, conforme Figura 1, destacam-se, para fins de realização deste estudo, os subambientes econômico e legal, doravante denominados, por parcimônia, “Ambiente Econômico” e “Ambiente Legal”, respectivamente.

Dentre os diversos prismas pelos quais poderia ser analisado o ambiente econômico no qual as organizações estão inseridas, destaca-se a instabilidade econômica. Pearson e Clair (1998) salientam que períodos de crise política e instabilidade econômica, juntamente com um sistema jurídico disfuncional, podem favorecer a criação de altos níveis de incerteza, capazes de gerar impacto significativo no desempenho da empresa, de diversas maneiras. Nessa discussão, identificam-se na literatura estudos que trataram de possíveis mudanças no comportamento dos agentes em função de variáveis advindas do ambiente econômico (CHAMBET; GIBSON, 2008; CZAYA; HESSER, 2001; MUHAMMAD; ABDULLAH, 2009; PERSAKIS; IATRIDIS, 2015).

Czaya e Hesser (2001), por exemplo, sugerem que as variáveis relativas ao ambiente econômico onde os indivíduos estão situados são capazes de interferir no estado mental e psíquico dos agentes, dados os possíveis sentimentos de insegurança que esse cenário poderia lhes trazer. Ainda sobre essa discussão, Rennó (2001) esclarece que a instabilidade econômica e a escassez de recursos também podem afetar a confiança interpessoal dos indivíduos. Dessa maneira, esses elementos podem levar à expectativa de que os outros irão agir somente guiados por suas necessidades imediatas, desconsiderando-se as consequências de seus atos para a vida dos outros e para futuros resultados coletivos.

Lombardi e Brito (2010) assinalam ainda que a instabilidade do ambiente econômico faz com que acontecimentos passados não sirvam como base para prever o futuro. Dessa forma, a ocorrência de eventos futuros não poderia ser determinada a partir de cálculo de probabilidades, que tem como base o estudo de ocorrências passadas, já que as condições de outrora não poderiam ser reproduzidas, e as características do ambiente foram alteradas no decorrer do tempo. Dessa maneira, a incerteza estaria, portanto, associada à ausência de informações acerca do futuro, o que poderia causar mudanças significativas no processo de formação de decisões estratégicas (LOMBARDI; BRITO, 2010).

A incerteza, portanto, advinda de ambientes econômicos instáveis, poderia surtir um efeito cognitivo nos gestores no âmbito corporativo. É nessa perspectiva que estudos empíricos na área contábil observam, por exemplo, mais altos níveis de gerenciamento de resultados em períodos de crise econômica (CHOI; KIM; LEE, 2011; FLORES et al., 2016;

HAN; WANG, 1998; IATRIDIS; DIMITRAS, 2013; PERSAKIS; IATRIDIS, 2015; SILVA et al., 2014; TAHINAKIS, 2014; TROMBETTA; IMPERATORE, 2014), reforçando a ideia de que a instabilidade do ambiente econômico é capaz de induzir os *insiders* a agir de maneira oportunística na tentativa de manter seus “bons resultados”, mesmo que em detrimento das demais partes envolvidas.

Nesse ambiente de instabilidade econômica, portanto, espera-se que aumentem os custos de agência relacionados ao conflito principal-agente (JENSEN; MECKLING, 1976) ou mesmo ao conflito principal-principal (DURNEV; KIM, 2005; SHLEIFER; VISHNY, 1997), já que o principal teria o incentivo, dado o ambiente de crise, para expropriar a riqueza da empresa. Assim, dentre outros motivos, a instabilidade econômica poderia impulsionar os gestores a agir de modo a evitar riscos futuros (MORRIS, 1994), garantindo seus ganhos por meio da expropriação da riqueza da empresa – impulsionando os custos de agência, aumentando as possibilidades de extração de benefícios privados de controle, e, conseqüentemente, prejudicando o desempenho corporativo.

Dessa forma, seria possível supor que em um ambiente econômico marcado por elevados índices de volatilidade econômica, os acionistas majoritários teriam mais incentivos para agir guiados mais fortemente por suas próprias necessidades – elevando os patamares de transações com partes relacionadas, entre outros –, em detrimento dos acionistas minoritários, o que poderia potencializar a expropriação de acionistas com menores percentuais de controle e, conseqüentemente, prejudicar o desempenho corporativo (LEMMON; LINS, 2003; MITTON; 2002).

Nessa conjuntura, Lemmon e Lins (2003), por exemplo, usando uma amostra de 800 empresas de oito países do Leste Asiático, apresentam evidências empíricas de uma correlação negativa entre concentração de controle e valor das ações nas empresas durante a crise econômica na região nos anos 1997 e 1998 – confirmando o efeito entrincheiramento típico de economias emergentes. Por meio de análises adicionais, os autores apresentam ainda evidências de que no período pré-crise a correlação entre as variáveis é menor, sugerindo um comportamento mais oportunístico por parte dos controladores na expropriação de benefícios privados de controle em períodos de maior instabilidade econômica.

Assim, no caso da América Latina, onde o principal conflito de agência reside nas relações entre acionistas majoritários e acionistas minoritários (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2016; SANTIAGO-CASTRO; BROWN, 2007), poder-se-ia supor que a instabilidade econômica favorece o comportamento oportunístico nos acionistas detentores de grandes lotes

de ações, o que incentivaria ainda mais as práticas de desvios de benefícios privados de controle.

Por outro lado, em economias mais estáveis o incentivo a desvios tenderia a diminuir (DURNEV; KIM, 2005). Portanto, a influência negativa da concentração acionária sobre o desempenho corporativo poderia ser intensificada pelos níveis de instabilidade econômica dos países, permitindo-se levantar como segunda hipótese de pesquisa que:

*H<sub>2</sub>: Um maior nível de instabilidade econômica potencializa o efeito da concentração de controle sobre o desempenho corporativo.*

Sob outro enfoque, em se tratando do ambiente legal e de suas características, destaca-se, dentro da discussão “Propriedade x Desempenho”, o nível de proteção legal dos investidores minoritários, já tratado por um robusto corpo de pesquisas científicas em finanças (DJANKOV et al. 2008; DURNEV; KIM, 2005; JOHNSON et al., 2000; KRISHNAMURTI; SEVIC; SEVIC, 2005). Johnson et al. (2000), por exemplo, ao analisar uma amostra significativa de 25 países, apresentam evidências convincentes de que os ambientes legais de precária proteção aos investidores minoritários desempenharam papel importante na concretização de depreciações monetárias e queda no mercado de ações na crise financeira asiática no biênio 1997-1998. Os autores argumentam ainda que um choque adverso para a confiança dos investidores – sendo, nesse caso, a crise financeira – leva ao aumento da expropriação por *insiders*.

Na mesma esteira, Durnev e Kim (2005) procuram explicar as influências do ambiente institucional sobre o comportamento oportunístico do acionista controlador na busca de benefícios privados, em contraponto à diminuição dos demais acionistas. Para isso, os autores propõem modelos matemáticos em que o valor da empresa desviado por ganhos privados por parte dos controladores é inversamente proporcional a ambientes institucionais com maior presença de leis de proteção aos minoritários. Em outras palavras, os autores fundamentam, teórica e empiricamente, que em países com maior proteção legal aos minoritários haverá menos desvios por parte dos controladores, o que poderia beneficiar, por sua vez, o desempenho corporativo.

Nesse sentido, diversos estudos em finanças argumentam e procuram comprovar empiricamente que as diferenças na proteção legal dos investidores entre os países dão forma à habilidade dos *insiders* para expropriar os acionistas minoritários, e, assim, determinam



inclusive a confiança dos investidores nos negócios e, por conseguinte, no desenvolvimento do mercado (DJANKOV et al. 2008; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; SHLEIFER; VISHNY, 1997; SHLEIFER; WOLFENZON, 2002).

Assim, seria possível conjecturar que uma maior proteção legal aos minoritários poderia atenuar os efeitos prejudiciais da concentração de controle sobre o desempenho corporativo – no sentido contrário de uma maior instabilidade macroeconômica, que poderia potencializar tais efeitos (ver Hipótese H<sub>2</sub>) –, ao conter as práticas de *self-dealing* por parte dos acionistas controladores e, conseqüentemente, favorecer o desempenho corporativo.

Djankov et al. (2008) e Shleifer e Vishny (1997) listam, por exemplo, algumas dessas formas de expropriação por parte de grandes acionistas com poder de voto, tais como regalias executivas, compensação excessiva, preços de transferência, apropriação de oportunidades corporativas, transações financeiras egoísticas, tais como emissão direta de ações ou empréstimos pessoais a iniciados e roubo direto de ativos corporativos – atitudes essas que, em tese, poderiam ser mais difíceis de praticar em ambientes com a presença de leis de maior proteção aos minoritários.

Assim, conjectura-se como terceira hipótese de estudo que:

*H<sub>3</sub>: Um maior nível de proteção legal aos investidores minoritários atenua os efeitos da concentração de controle sobre o desempenho corporativo.*

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1 Tipologia da pesquisa, população e amostra**

No que diz respeito aos objetivos, à luz do exposto por Collis e Hussey (2005), este estudo se classifica como descritivo, já que, em um primeiro momento, procura caracterizar a estrutura de propriedade, o desempenho corporativo e os ambientes econômico e legal das empresas listadas nas principais bolsas da América Latina; bem como identificar a correlação entre estrutura de propriedade e desempenho empresarial em função dos ambientes econômico e legal em que as empresas estão inseridas.

Quanto aos procedimentos, o estudo tem natureza predominantemente quantitativa, pois envolve a coleta e análise de dados numéricos e a aplicação de diversos testes estatísticos (COLLIS; HUSSEY, 2005) – testes de diferenças entre médias, regressões múltiplas, análise de variância, por exemplo –, vislumbrando-se a aceitação ou rejeição das hipóteses levantadas com base em uma extensa fundamentação teórica. Nesse sentido, Richardson (2008) assinala

ainda que o desenvolvimento de estudos de abordagem quantitativa, com o tratamento de dados por meio de técnicas estatísticas, é frequentemente aplicado nas pesquisas de cunho descritivo, ou seja, naquelas que procuram descobrir e classificar as correlações entre variáveis, bem como nos que investigam a relação de causalidade entre fenômenos.

A amostra do estudo abrange as empresas listadas nas bolsas de seis países da América Latina – Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru –, conforme disponibilidade de informações das companhias, principalmente nas bases Capital IQ® e Economática®. Vislumbrando-se garantir a comparabilidade entre os países quanto às variáveis econômico-financeiras investigadas, foram inseridas nas análises apenas as empresas que divulgaram seus demonstrativos financeiros em consonância com as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), ainda que o tenham feito involuntariamente. A análise compreende os exercícios de 2010 a 2016. A Tabela 1 e a Tabela 2 contemplam a amostra do estudo, segregando, respectivamente, os números de observações analisadas por país (destacando o período de adoção mandatória das IFRS para cada país investigado) e os setores econômicos (conforme classificação da S&P Global).

Tabela 1 – Amostra do estudo – número de observações por ano de análise

País	Adoção das IFRS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total	%
Argentina	31/12/2012	-	-	8	8	8	9	22	55	<b>3,95</b>
Brasil	31/12/2010	60	53	64	100	64	75	67	481	<b>34,53</b>
Chile	31/12/2010	73	90	96	93	96	88	94	630	<b>45,23</b>
Colômbia	31/12/2015	-	-	-	-	-	11	13	24	<b>1,72</b>
México	31/12/2012	-	-	1	28	44	59	54	176	<b>12,63</b>
Peru	31/12/2012	-	-	15	1	1	5	5	27	<b>1,94</b>
<b>TOTAL</b>		133	143	184	230	213	247	255	1.393	<b>100,00</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 2 – Amostra do estudo – número de observações por setor econômico (S&P Global)

Setor	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total	%
Consumo Discricionário	25	27	34	43	42	48	50	269	19,31
Bens de Consumo	21	28	33	39	41	38	42	242	17,37
Energia	1	1	2	2	2	4	4	16	1,15
Finanças	10	12	11	15	12	14	14	88	6,32
Cuidados de Saúde	4	4	6	8	9	8	12	51	3,66
Indústrias	25	29	31	47	46	49	52	279	20,03
Tecnologia da Informação	3	3	3	5	4	5	3	26	1,87
Materiais	17	18	27	32	28	33	32	187	13,42
Imóveis	10	8	13	15	11	15	18	90	6,46
Telecomunicações	2	3	2	3	3	4	6	23	1,65
Utilitários	15	9	21	20	14	18	19	116	8,33
Outros	-	1	1	1	1	1	1	6	0,43
<b>Total</b>	133	143	184	230	213	237	253	1.393	<b>100,00</b>

Fonte: Elaborada pelo autor.

### 3.2 Variáveis dependente, independentes e de controle

O desempenho corporativo é a variável dependente. Nesse sentido, cabe destacar que o conceito de desempenho empresarial não é simples nem consensual (CAIXE, 2012; RICHARD et al., 2009), dadas, dentre outros fatores, a amplitude do termo e as diversas facetas relacionadas à temática (OLIVEIRA; GONÇALVES; MARTINS, 2017). Nesse contexto, o desempenho das empresas pode estar relacionado tanto a medidas contábeis – obtidas por meio de relatórios contábil-financeiros –, como também a indicadores relacionados ao mercado financeiro, tais como o  $Q$  de Tobin (Tobin, 1969), a cotação das ações ou mesmo o valor de mercado do Patrimônio Líquido.

Nessa discussão, cabe comentar que a maioria dos estudos empíricos recentes que trataram da temática “Propriedade  $x$  Desempenho” focou em medidas relacionadas ao mercado financeiro para operacionalização do desempenho corporativo (CAIXE; KRAUTER, 2013; FERREIRA; MARTINS, 2016; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; LEFORT; URZÚA, 2008; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; REYNA; VÁZQUEZ; VALDÉS, 2012; SANT’ANA et al., 2016). Isso poderia ser justificado, dentre outros motivos, pelos reflexos mais diretos dos indicadores de mercado acerca das alterações das estruturas de propriedade das empresas. Dessa forma, seguindo o proposto por essa recente literatura, o desempenho corporativo foi representado através de duas *proxies* relacionadas ao valor de mercado das firmas: o  $Q$  de Tobin (Tobin, 1969) – aproximado conforme metodologia de Chung e Pruitt (1994) – e o *Enterprise Value* – calculado pela Capital IQ.

A estrutura de controle foi tratada como variável independente. Fundamentando-se principalmente nos estudos de Caixe e Krauter (2013), Crisóstomo e Freire (2015), Crisóstomo e Pinheiro (2016), Farooq e Zaroauli (2016) e Li et al. (2015), operacionalizou-se essa variável por meio de três *proxies*: através da proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista (CONC<sub>1</sub>), aos dois principais (CONC<sub>2</sub>) e aos três principais acionistas (CONC<sub>3</sub>) somados.

Com foco no objetivo geral deste estudo, a instabilidade econômica (ambiente econômico) e o nível de proteção legal dos investidores minoritários (ambiente legal) também foram considerados variáveis independentes. Para operacionalização da instabilidade econômica, consideraram-se duas métricas distintas: por meio da inflação anual, aproximada pelo Índice Geral de Preços ao Consumidor (IGPC) das respectivas economias investigadas, e através da nota anual de *rating* dos países analisados – relacionada ao risco de investimentos.

Com fundamentação em estudos anteriores (ABDELLAH; CHENAF; ROUGIER; 2012; ANYANWU, 2012; BUCKLEY et al., 2007; TEULON; GUESMI; 2013), considerou-se o IGPC para cada país e ano como *proxy* para instabilidade econômica, já que, dentre outros motivos, uma alta taxa de inflação cria incerteza para as organizações em relação aos seus ativos e passivos, o que poderia representar com razoável fidelidade a instabilidade do meio econômico (ABDELLAH; CHENAF; ROUGIER, 2012).

Relacionada à confiabilidade na captação de investimentos, e, portanto, também ligada ao nível de instabilidade das economias, a pontuação de *rating* atribuída aos países por parte de diversas agências especializadas é capaz de mensurar o risco de o pagamento de juros e o principal não vir a ser honrado (NEVES JÚNIOR; ARAÚJO; MATSUMOTO, 2007). Nesse sentido, segundo Sales (2006, p. 10), o *rating* poderia ser definido como:

[...] uma opinião independente a respeito da capacidade futura de um determinado emissor em realizar suas obrigações financeiras contratuais pontualmente, efetuando pagamentos de juros e amortizações nas datas estabelecidas. Pode ser entendido também como uma medida relativa de risco de crédito, baseada em análise de fundamentos quantitativos e qualitativos.

Acredita-se, assim, que a nota de *rating* seria capaz de representar com confiabilidade a instabilidade econômica dos países, por mensurar o risco das economias, baseado em diversos critérios, como, por exemplo, o cenário político, o legal e o socioeconômico. Assim, consideraram-se as notas atribuídas pela Agência Moody's (2017) a cada país e ano investigados, variando de “Aaa” para economias com grau de investimento de qualidade alta e baixo risco, e “C” para países de alto risco de inadimplência e baixo interesse. O detalhamento da escala de *rating* utilizada na metodologia da Agência Moody's é contemplado na Tabela 3.

Tabela 3 – Escala e mensuração de *rating* – Agência Moody's (2017)

Escala Moody's	Mensuração do risco utilizada nesse estudo	Interpreção Geral
Aaa	1	Grau de investimento com qualidade alta e baixo risco
Aa1	2	
Aa2	3	
Aa3	4	
A1	5	
A2	6	
A3	7	

Baa1	8	Grau de investimento e qualidade médios
Baa2	9	
Baa3	10	
Ba1	11	Categoria de especulação, baixa classificação
Ba2	12	
B1	13	
B2	14	
B3	15	
Caa1	16	Risco alto de inadimplência e baixo interesse
Caa2	17	
Caa3	18	
Ca	19	
C	20	

Fonte: Agência Moody's (2017) – Interpretação G1 (2017).

Seguindo o proposto por Fujiwara e Kimura (2012), Lin e Chow (2016), Litzman e Kouba (2015) e Pindado, Requejo e Torre (2014), a variável proteção legal de investidores minoritários foi mensurada com base em informações disponíveis no Doing Business *database*, do Banco Mundial, que contempla uma série de medidas relacionadas às leis e regulações que facilitam, ou mesmo dificultam, as atividades das empresas em mais de 190 países (DOING BUSINESS, 2017a). O índice de proteção legal aos investidores minoritários é mensurado através de três principais fatores: a divulgação de informações sobre transações entre partes relacionadas; a capacidade dos acionistas de processar e responsabilizar os diretores por *self-dealing*; e o acesso às provas e alocação de despesas em ações judiciais interpostas por acionistas. Os dados provêm de um questionário aplicado a advogados especialistas no tema e são também baseados em regulamentos de títulos e garantias, no Direito Societário, em códigos do Processo Civil e nas regras de admissibilidade das provas. Dessa forma, a classificação dos países no que tange ao grau de proteção dos investidores minoritários é determinada em uma pontuação variando de 0 a 100 (DOING BUSINESS, 2017b).

Além das variáveis anteriormente citadas, selecionaram-se ainda – com base em relevantes estudos sobre a temática (ver Quadro 3) – variáveis de controle na perspectiva de melhorar o ajuste do modelo e dessa forma dar mais robustez às estimações, a saber: tamanho, rentabilidade, emissão de *American Depositary Receipts* (ADR), grau de intangibilidade, tipo de controle acionário e *dummies* representantes da janela temporal analisada.

O Quadro 3 resume as variáveis utilizadas, suas respectivas *proxies* e a fundamentação com base na literatura sobre a temática:

Constructo	Indicador	Proxy	Referência	Fonte
<b>Desempenho Corporativo</b>	$\bar{Q}$ de Tobin (TOBIN)	$\bar{Q}$ de Tobin / Ativo Total, sendo o $\bar{Q}$ de Tobin = Cotação x Total de Ações + Passivo Total – (Ativo Circulante – Estoque)	Caixe e Krauter (2013); Chung, Firth e Kim (2002); Chung e Pruitt (1994); Lin, Lee e Hung (2006); Okimura, Silveira e Rocha (2007)	Capital IQ®
	<i>Enterprise Value</i> (ENTERP)	$\text{Enterprise Value} / \text{Ativo Total}$ , sendo o <i>Enterprise Value</i> = Cotação x Total de Ações + Passivo Oneroso (Circulante e Não Circulante) – Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo	Caixe e Krauter (2013); Penman, Richardson e Tuna (2007)	Capital IQ®
<b>Estrutura de Propriedade</b>	Concentração Acionária (CONC)	Proporção de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista (CONC <sub>1</sub> ), aos dois principais (CONC <sub>2</sub> ) e aos três principais acionistas (CONC <sub>3</sub> ) somados.	Caixe e Krauter (2013); Crisóstomo e Freire (2015); Crisóstomo e Pinheiro (2016); Farooq e Zaroauli (2016); Li et al. (2015)	Capital IQ®
<b>Ambiente Econômico</b>	Instabilidade Econômica (INST)	Nota de <i>rating</i> anual dos países	Lambertides e Mazouz (2013); Li e Wang (2010); e Sabri (2008)	Moody's Investors Service
	Proteção Legal aos Investidores Minoritários (PROT)	Inflação econômica anual dos países – Índice Geral de Preços ao Consumidor	Abdellah, Chenaf e Rougier (2012); Anyanwu (2012); Buckley et al. (2007); Teulon e Guesmi (2013)	F.M.I.
<b>Ambiente Legal</b>	Tamanho (TAM)	Índice anual de proteção legal aos investidores minoritários anual dos países	Chen, Ng e Tsang (2014); Fujiwara e Kimura (2012); Lin e Chow (2016); Litzman e Kouba (2015); Pindado, Requejo e Torre (2014)	Banco Mundial
	Rentabilidade (ROE)	Logaritmo Natural do Ativo Total	Brandão e Crisóstomo (2015); Caixe e Krauter (2013); Chen, Ng e Tsang (2014); Fujiwara e Kimura (2012); Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)	Capital IQ®
<b>Variáveis de Controle</b>	<i>American Depositary Receipt</i> (ADR)	Lucro Líquido antes do IR e CSLL (LAIR) / Patrimônio Líquido	Caixe e Krauter (2013); Crisóstomo e Freire (2015) Crisóstomo e Pinheiro (2016); Viana Júnior, Morais e De Luca (2016)	Capital IQ®
	Grau de Intangibilidade (INTANG)	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1, caso a empresa tenha ADR, e 0, no caso contrário	Brandão e Crisóstomo (2015); Mendez e Villanueva (2010)	Capital IQ®
	Tipo de Controle Acionário	Valor da empresa (preço ação x n° de ações em circulação), escalonado pelo Ativo Total	Afify (2009); Antia, Lin e Pantzalis (2007); John, Litov e Yeung (2008)	Capital IQ®
	<i>Dummies</i> de Ano	Conjunto de variáveis <i>dummies</i> que atribuem valor 1 para um tipo específico de acionista controlador (Individual, Institucional, Estado e Outros) e 0 para os demais	Brandão e Crisóstomo (2015); Caixe e Krauter (2013); Okimura, Silveira e Rocha (2007)	Capital IQ®
		Conjunto de variáveis <i>dummies</i> que atribuem valor 1 para um ano específico e 0 para os demais	Brandão e Crisóstomo (2015); Caixe e Krauter (2013)	-

Quadro 3 – Variáveis dependentes, independentes e de controle: *proxies*, referências e fontes dos dados

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 3.3 Procedimentos estatísticos

Vislumbrando-se a obtenção de uma visão geral da concentração de controle nas empresas dos países da América Latina investigados – Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru –, foi realizada uma extensa estatística descritiva das variáveis relacionadas a concentração acionária, bem como da caracterização dos tipos de acionistas controladores das empresas ao longo do período analisado (2010-2016). No mesmo sentido, estatísticas descritivas foram elaboradas a fim de se examinar as características dos ambientes econômico (instabilidade econômica do mercado) e legal (aspectos legais de proteção aos minoritários) dos países, buscando-se, dessa forma, atender ao primeiro objetivo específico proposto.

Foram ainda realizados testes de diferenças entre médias paramétricos e não-paramétricos, assim como a análise de variância (Anova), entre as variáveis de desempenho ( $Q$  de Tobin e *Enterprise Value*), em função dos diferentes níveis de concentração acionária das empresas. A realização de testes paramétricos e não-paramétricos provê mais robustez para as análises.

Buscando-se analisar possíveis correlações entre controle acionário e desempenho corporativo, foi aplicada a técnica estatística regressão linear múltipla, considerando as variáveis de desempenho corporativo como dependentes e, por sua vez, as variáveis referentes a concentração de controle como independentes. Buscando-se mais robustez para as análises, os parâmetros foram estimados pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM), com o intuito principal de mitigar possíveis efeitos de endogeneidade, advindos principalmente de variáveis omitidas, erros de mensuração dos regressores e/ou simultaneidade (BARROS et al., 2010; ROODMAN, 2009).

O pressuposto da exogeneidade dos regressores, no que tange à estimação de parâmetros em pesquisas em finanças, é uma preocupação levantada por diversos estudiosos da temática (BARROS et al., 2010; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; WANG; SHAILER, 2015). Nesse sentido, em se tratando especificamente da relação entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo, a hipótese da exogeneidade sugere que a estrutura de propriedade é exógena, ou seja, que ela não é afetada pelas próprias variáveis de valor e/ou desempenho da empresa (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Nessa ideia, os autores assinalam que essa hipótese pode ser questionada de diversas maneiras, como, por exemplo, no caso de determinados grupos de investidores, que usam o desempenho corporativo como critério para selecionar as empresas de suas carteiras de investimento, o que poderia afetar a estrutura de propriedade das empresas (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Nessa discussão, o estudo de Demsetz e Lehn (1985) se destaca como uma das primeiras pesquisas na área de Finanças a tratar os problemas de endogeneidade de forma mais pontual. Segundo os autores, a causalidade de variáveis de estrutura de propriedade no desempenho das empresas seria espúria.

Dessa forma, as estimações em GMM seriam capazes de reduzir significativamente os efeitos advindos da endogeneidade dos regressores, por considerar a “influência direta de valores passados da variável de resposta sobre seus valores contemporâneos” (BARROS et al., 2010, p. 18). Os autores esclarecem ainda que a maioria dos indicadores de interesse para finanças apresenta comportamento fortemente inercial, tais como as práticas de governança, desempenho financeiro, alavancagem, faturamento, fazendo com que a especificação de modelos “estáticos”, como estimações em OLS (*Ordinary Least Square*), se torne inadequada.

Neste estudo, optou-se pelas estimações pelo Método dos Momentos Generalizados Sistemático (GMM-Sys), seguindo o proposto por uma extensa corrente da literatura sobre a temática (ALMEIDA; CAMPELLO; GALVÃO, 2010; CAIXE; KRAUTER, 2013; SONZA; KLOECKNER, 2014). Em linhas gerais, o GMM-Sys é uma combinação de GMM em primeiras diferenças (GMM-Dif) com transformações em níveis. Souza e Kloeckner (2014, p. 327) esclarecem, à luz do exposto por Arellano e Bover (1995), e posteriormente discutido por Blundell e Bond (1998), que "o conjunto de instrumentos disponível no estimador GMM-Sys é maior e permite estimativas mais precisas". Nessa discussão, Barros et al. (2010) e Roodman (2009) lecionam que no GMM-Sys os instrumentos são defasados temporalmente para fazê-los exógenos aos efeitos fixos, sendo, portanto, uma combinação das transformações em primeiras diferenças com as transformações em níveis, resultando em um sistema de equações.

Dessa forma, o modelo que evidencia o componente dinâmico que relaciona as variáveis de interesse  $Y$  e  $X$  quaisquer, segundo Barros et al. (2010), pode ser assim representado:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{it-1} + \beta X_{it} + \eta_i + \lambda_t + v_{it}, \quad i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T \quad (1)$$

Em que:

$Y$  = variável independente

$\eta$  = heterogeneidade não-observada

$\lambda_t$  = efeitos fixos do tempo

$v$  = termo de erro aleatório



Barros et al. (2010) ressaltam ainda que na maioria dos casos, a inclusão da primeira defasagem da variável de resposta ( $Y_{it-1}$ ) entre os regressores é suficiente para capturar a autocorrelação dos resíduos de modelagens “estáticas”; no entanto, em algumas poucas outras situações, são necessárias, em tese, defasagens que também podem ser relevantes para dar conta do comportamento dinâmico de  $Y$ .

Pautando-se no apresentado, operacionalizou-se o GMM-Sys através da sintaxe *xtbond2* no *software* estatístico Stata 12. Segundo Roodman (2009), as variáveis do modelo devem ser classificadas como (i) estritamente exógenas; (ii) predeterminadas – das quais não se espera simultaneidade com a variável dependente, mas se admite possível endogeneidade por omissão de variáveis ou erros de mensuração (BARROS et al., 2010); e (iii) endógenas – das quais se espera enviesamento na estimação dos parâmetros por omissão de variáveis, erros de mensuração dos regressores e/ou simultaneidade com a variável dependente (BARROS et al., 2010; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2010).

Seguindo o proposto por Barros et al. (2010) e Roodman (2009), as variáveis predeterminadas e endógenas foram instrumentalizadas a partir de sua primeira defasagem temporal ( $t-1$ ), ao passo que as variáveis endógenas foram instrumentalizadas de  $t-2$  até sua última defasagem temporal.

A classificação das variáveis, neste estudo, entre endógenas, predeterminadas e exógenas seguiu as recomendações de Silveira et al. (2010) já replicadas por Brandão e Crisóstomo (2015). Dessa forma, serão consideradas endógenas em todas as estimações as variáveis de controle métricas (tamanho, rentabilidade, *market capitalization*), bem como a emissão de ADR. As variáveis relativas a concentração de controle acionário foram tratadas em dois modelos, considerando-as tanto endógenas como predeterminadas. Por fim, as *dummies* relativas ao tempo serão tratadas como estritamente exógenas.

O modelo econométrico relativo aos efeitos gerais da concentração de controle sobre o desempenho corporativo pode ser visualizado na Equação 2:

$$\begin{aligned}
 DESEMP_{it} = & \alpha + \beta_1 DESEMP_{it-1} + \beta_2 CONC_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 ADR_{it} \\
 & + \beta_6 INTANG_{it} + \sum_{n=1}^4 \delta_n TIPO\_CON_{i,t} + \eta_i + \omega_t + v_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

Em que:

*DESEMP* = Desempenho corporativo mensurado pelo *Enterprise Value* e *Q* de Tobin;

*CONC* = Concentração acionária – percentual de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista, aos dois principais, e assim por diante, até alcançar os cinco principais acionistas somados;

*TAM* = tamanho;

*ROE* = rentabilidade;

*ADR* = emissão de *American Depositary Receipts*;

*INTANG* = grau de intangibilidade;

*TIPO\_CON* = tipo de controle acionário (Individual, Institucional, Estado e Disperso);

$\beta$  = coeficientes do modelo;

*i* = empresa;

*t* = tempo;

$\eta$  = efeito específico da firma (heterogeneidade não observada);

$\omega$  = componente temporal (*dummies* de ano); e

*v* = termo de erro.

Por fim, com foco no objetivo de investigar se a correlação entre concentração acionária e desempenho corporativo é contingente aos ambientes econômico e legal, procedeu-se ainda a modelagens considerando a inserção das variáveis instabilidade econômica (*INSTAB*) e proteção aos investidores minoritários (*PROTEC*). Seguindo o proposto por Boubaker e Sami (2011), Braga (2016), Chen, Ng e Tsang (2014), Florou e Kosi (2015) e Naranjo, Saavedra e Verdi (2016), foram formados dois grupamentos de países denominados *High* e *Low*, conforme mensuração de cada variável dos ambientes econômico e legal proposta (*INSTAB* e *PROTEC*, respectivamente).

Dessa forma, as empresas de países com maior instabilidade econômica foram classificadas no grupo *High*, enquanto as dos demais países formaram o grupo *Low*. O mesmo procedimento foi empregado na segregação dos países analisados conforme o grau de proteção aos investidores minoritários (*PROTEC*). Foram inseridos no grupo *High* os países com *INSTAB* e *PROTEC* maiores do que a mediana ou iguais, enquanto no grupo *Low* foram incluídos os demais países – ou seja, aqueles com indicadores menores do que a mediana –, de

forma semelhante às metodologias empregadas por Boubaker e Sami (2011), Braga (2016), Chen, Ng e Tsang (2014), Florou e Kosi (2015) e Naranjo, Saavedra e Verdi (2016). É mister salientar que a segregação ocorreu para cada ano analisado, conforme disponibilidade dos dados relativos às variáveis em xeque.

As modelagens econométricas foram realizadas em dois momentos: primeiramente sem considerar as variáveis dos ambientes econômico e legal (hipótese H<sub>1</sub>), sendo, no momento seguinte, inseridas as variáveis INSTAB e PROTEC, na perspectiva de captar seus reflexos na relação entre propriedade e desempenho (hipóteses H<sub>2</sub> e H<sub>3</sub>, respectivamente).

Após as estimações da Equação 2, portanto, procedeu-se então à inserção das variáveis relativas aos ambientes econômico e legal, conforme Equações 3 e 4:

$$\begin{aligned}
 DESEMP_{it} = & \alpha + \beta_1 DESEMP_{it-1} + \beta_2 CONC_{it} * HighINST_j \\
 & + \beta_3 CONC_{it} * LowINST_j + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 ADR_{it} \\
 & + \beta_7 INTANG_{it} + \sum_{n=1}^4 \delta_n TIPO\_CON_{i,t} + \eta_i + \omega_t + v_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 DESEMP_{it} = & \alpha + \beta_1 DESEMP_{it-1} + \beta_2 CONC_{it} * HighPROTEC_j \\
 & + \beta_3 CONC_{it} * LowPROTEC_j + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 ADR_{it} \\
 & + \beta_7 INTANG_{it} + \sum_{n=1}^4 \delta_n TIPO\_CON_{i,t} + \eta_i + \omega_t + v_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4}$$

Em que:

*DESEMP* = Desempenho corporativo mensurado pelo *Enterprise Value* e *Q* de Tobin;

*CONC* = Concentração acionária – percentual de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista, aos dois principais, e assim por diante, até alcançar os cinco principais acionistas somados;

*HighINST* = variável binária que assume valor 1 se a variável INST do país *j* é superior ou igual à mediana no ano *t*;

*LowINST* = variável binária que assume valor 1 se a variável INST do país *j* é menor do que a mediana no ano *t*;

*HighPROTEC* = variável binária que assume valor 1 se a variável PROTEC do país *j* é superior ou igual à mediana no ano *t*;

*LowPROTEC* = variável binária que assume valor 1 se a variável PROTEC do país *j* é menor que a mediana no ano *t*;

*TAM* = tamanho;

*ROE* = rentabilidade;

*ADR* = emissão de *American Depositary Receipts*;

INTANG = grau de intangibilidade;

TIPO\_CON = tipo de controle acionário (Individual, Institucional, Estado e Disperso);

$\beta$  = coeficientes do modelo;

*i* = empresa;

*t* = tempo;

$\eta$  = efeito específico da firma (heterogeneidade não observada);

$\omega$  = componente temporal (*dummies* de ano); e

$\nu$  = termo de erro.

Assim, conforme fundamentação proposta para construção da hipótese H<sub>2</sub> – no que diz respeito à inserção das variáveis relativas à instabilidade do ambiente econômico –, espera-se que o coeficiente  $\beta_2 CONC_{it} * HighINST_j$  (Equação 3) seja estatisticamente diferente de zero e com valor inferior ao coeficiente  $\beta_3 CONC_{it} * LowINST_j$ . Dessa forma, seria possível apontar indícios de que a instabilidade econômica potencializa os efeitos da concentração acionária sobre o desempenho corporativo.

Por sua vez, no que tange à Equação 4, espera-se que os coeficientes referentes à inserção das variáveis relativas a proteção legal dos investidores minoritários sejam estatisticamente diferentes de zero e tenham valores de forma que  $\beta_2 CONC_{it} * HighPROTEC_j > \beta_3 CONC_{it} * LowPROTEC_j$  – sugerindo que o nível de proteção legal dos minoritários atenua os efeitos da concentração acionária sobre o desempenho (hipótese H<sub>3</sub>).

## 4 RESULTADOS

### 4.1 Estatística descritiva – variáveis ao nível empresa

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva das variáveis contínuas dependente, independentes e de controle. No que diz respeito às variáveis de desempenho, destacam-se coeficientes de variação superiores para a variável QTOBIN em relação à variável EV em todos os países analisados, sinalizando um comportamento mais homogêneo das empresas da amostra em relação a essa quando em comparação com àquela. Nessa discussão, ainda no que tange às variáveis de desempenho corporativo, observam-se menores coeficientes de variação das variáveis QTOBIN e EV na Argentina (0,60 e 0,93, respectivamente) e no México (0,57 e 0,91, respectivamente) quando comparado aos dos demais países, indicando uma maior similaridade das empresas quanto ao seu valor de mercado nesses países.

É possível constatar ainda, conforme Tabela 4, empresas com QTOBIN negativo em todos os seis países analisados, diferentemente da variável EV, em que se constata valores negativos apenas no Brasil e no Chile. Um número maior de observações com valores negativos para QTOBIN poderia ser justificado por um maior conservadorismo no cálculo para quantificação desse indicador ao se considerar a subtração de todo o Ativo Circulante das empresas, diferentemente do *Enterprise Value* – que considera apenas a diminuição das disponibilidades (ver Quadro 1).

No que tange à estrutura de propriedade das empresas, ainda conforme Tabela 4, é possível constatar uma elevada concentração de controle das empresas latino-americanas participantes da amostra, com uma média aproximada de 39% de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>). Essa proporção eleva-se para 50% e 57% ao se considerar a soma dos dois (CONC<sub>2</sub>) e dos três (CONC<sub>3</sub>) maiores acionistas, respectivamente. Resultados semelhantes de elevada concentração de controle são apresentados por Ferreira e Martins (2016).

Tabela 4 – Estatísticas descritivas – variáveis contínuas ao nível empresa

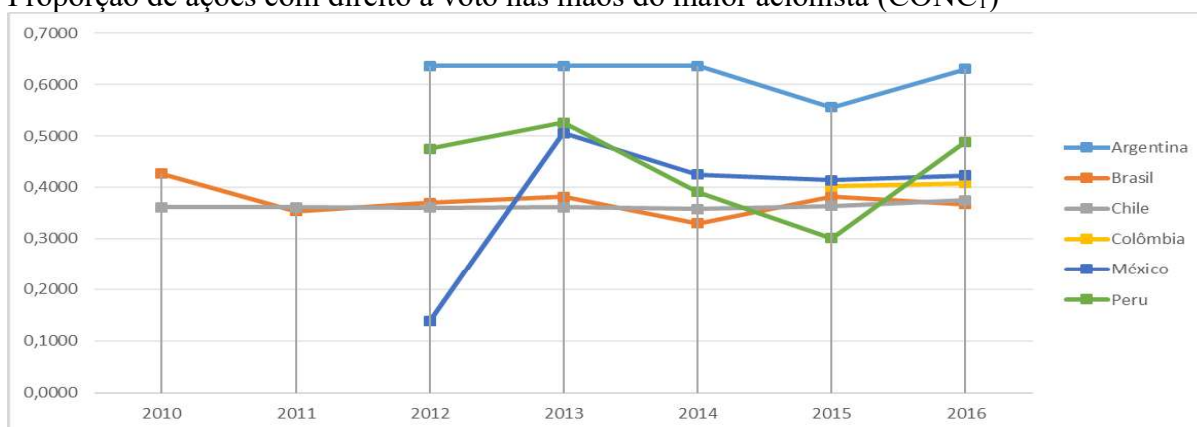
País		EV	QTOBIN	CONC <sub>1</sub>	CONC <sub>2</sub>	CONC <sub>3</sub>	TAM	ROE	INTANG
<b>Argentina</b>	N	55	55	55	55	55	55	55	55
	Média	1,2820	0,9156	0,6220	0,6607	0,6740	5,4863	0,1294	3,4399
	Mediana	1,0660	0,5690	0,5900	0,7200	0,7200	5,7255	0,1408	2,9754
	SD	0,7840	0,8514	0,1774	0,1754	0,1873	1,1543	0,2372	2,7340
	Min	0,2316	-0,4345	0,2600	0,2600	0,2600	3,0445	-0,8541	0,4005
	Max	3,4755	3,5825	0,9600	0,9600	0,9700	9,3162	0,6237	10,3447
CV	0,6115	0,9299	0,2851	0,2655	0,2779	0,2104	1,8326	0,7948	
<b>Brasil</b>	N	481	481	481	481	481	481	481	481
	Média	1,0075	0,5762	0,3736	0,4998	0,5658	7,3276	0,0372	2,0678
	Mediana	0,7441	0,3654	0,3130	0,4662	0,5446	7,2564	0,0808	1,2983
	SD	0,7376	0,7910	0,2497	0,2545	0,2459	1,5250	0,3889	2,6421
	Min	-0,1889	-0,5937	0,0014	0,0014	0,0014	2,9069	-3,8811	0,0106
	Max	3,7356	4,0406	1,0000	1,0000	1,0000	12,6965	2,0064	26,0775
CV	0,7321	1,3727	0,6683	0,5092	0,4346	0,2081	10,4587	1,2777	
<b>Chile</b>	N	630	630	630	630	630	630	630	630
	Média	0,8394	0,4453	0,3612	0,4889	0,5662	6,1083	0,0498	1,2137
	Mediana	0,7285	0,3423	0,3317	0,4910	0,5804	6,1175	0,0668	0,8714
	SD	0,5405	0,5997	0,1850	0,2003	0,1929	1,9160	0,1798	1,0599
	Min	-0,3901	-0,5569	0,0471	0,0700	0,0952	1,5412	-2,0682	0,0271
	Max	3,8708	3,9266	0,9449	0,9472	0,9706	10,9347	0,8371	8,1382
CV	0,6440	1,3467	0,5122	0,4097	0,3407	0,3137	3,6108	0,8733	
<b>Colômbia</b>	N	24	24	24	24	24	24	24	24
	Média	0,6252	0,3556	0,4050	0,5465	0,6358	7,0562	0,0634	0,8960
	Mediana	0,4903	0,2652	0,3530	0,5008	0,5993	6,6460	0,0502	0,7404
	SD	0,4000	0,4147	0,2027	0,1772	0,1652	2,1606	0,1264	0,6407
	Min	0,0750	-0,2016	0,1685	0,2747	0,3276	2,8154	-0,2943	0,1874
	Max	1,5803	1,6422	0,8849	0,9066	0,9188	10,6070	0,3330	2,3392
CV	0,6397	1,1661	0,5004	0,3243	0,2599	0,3062	1,9946	0,7151	
<b>México</b>	N	176	176	176	176	176	176	176	176
	Média	1,2749	0,9135	0,4393	0,5346	0,5649	7,4982	0,1188	2,6488
	Mediana	1,1237	0,7188	0,4195	0,5270	0,5464	7,4900	0,0792	2,0475
	SD	0,7225	0,7499	0,2180	0,2170	0,2149	1,4743	0,7541	2,5785
	Min	0,0872	-0,2689	0,0622	0,0669	0,0698	3,4935	-4,0052	0,2692
	Max	3,7627	3,2180	0,9999	1,0000	1,0000	11,3691	8,9812	17,5853
CV	0,5667	0,8209	0,4963	0,4060	0,3804	0,1966	6,3494	0,9734	
<b>Peru</b>	N	27	27	27	27	27	27	27	27
	Média	0,9373	0,6218	0,4442	0,5474	0,5896	6,4644	0,0654	1,5317
	Mediana	0,9129	0,5735	0,4004	0,5709	0,6201	6,8389	0,0944	1,3326
	SD	0,6501	0,6425	0,2931	0,2732	0,2507	1,3811	0,2448	1,0532
	Min	0,0602	-0,1192	0,0618	0,0618	0,0618	3,4563	-0,9836	0,1257
	Max	3,1825	2,9741	1,0000	1,0000	1,0000	8,0609	0,3570	4,5614
CV	0,6936	1,0333	0,6597	0,4991	0,4252	0,2136	3,7435	0,6876	
<b>América Latina</b>	N	1393	1393	1393	1393	1393	1393	1393	1393
	Média	0,9681	0,5701	0,3880	0,5073	0,5718	6,7036	0,0578	1,7785
	Mediana	0,7730	0,4038	0,3480	0,4998	0,5714	6,7236	0,0726	1,1007
	SD	0,6675	0,7177	0,2223	0,2253	0,2168	1,8262	0,3777	2,1120
	Min	-0,3901	-0,5937	0,0014	0,0014	0,0014	1,5412	-4,0052	0,0106
	Max	3,8708	4,0406	1,0000	1,0000	1,0000	12,6965	8,9812	26,0775
CV	0,6894	1,2590	0,5728	0,4440	0,3791	0,2724	6,5307	1,1875	

**Nota:** EV = *Enterprise Value* escalonado pelo Ativo total. QTOBIN = *Q* de Tobin escalonado pelo Ativo total. CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de mercado sobre patrimônio líquido).

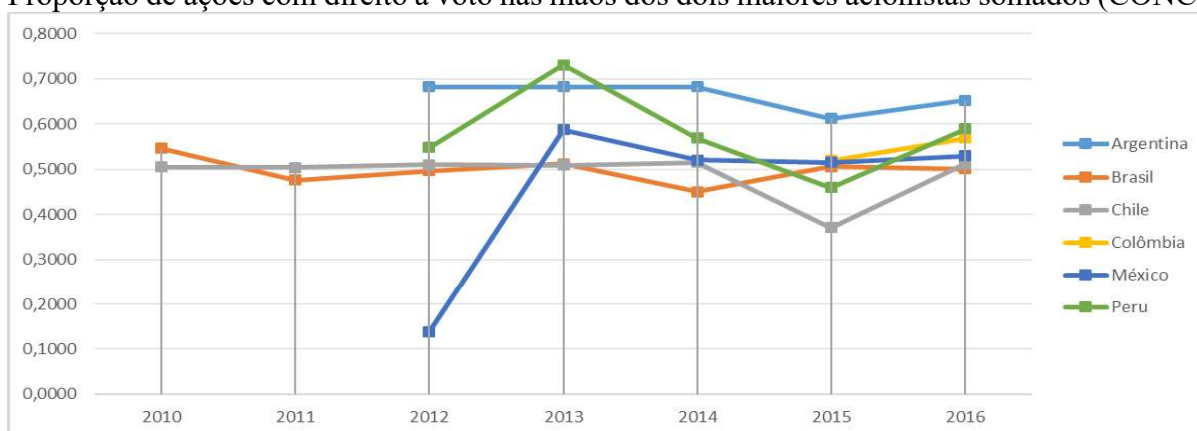
Fonte: Elaborada pelo autor.

A Figura 2 apresenta a média anual das proporções de ações com direito a voto pertencentes ao principal acionista ( $CONC_1$ ), aos dois maiores ( $CONC_2$ ) e aos três maiores ( $CONC_3$ ) somados ao longo do período analisado (2010 a 2016). No geral, é possível observar as empresas argentinas como detentoras das maiores médias de concentração de controle, com uma proporção em relação ao principal acionista ( $CONC_1$ ), por exemplo, em torno de 65% ao longo de toda janela temporal analisada para as companhias deste país (2012 a 2016).

Proporção de ações com direito a voto nas mãos do maior acionista ( $CONC_1$ )



Proporção de ações com direito a voto nas mãos dos dois maiores acionistas somados ( $CONC_2$ )



Proporção de ações com direito a voto nas mãos dos três maiores acionistas somados ( $CONC_3$ )

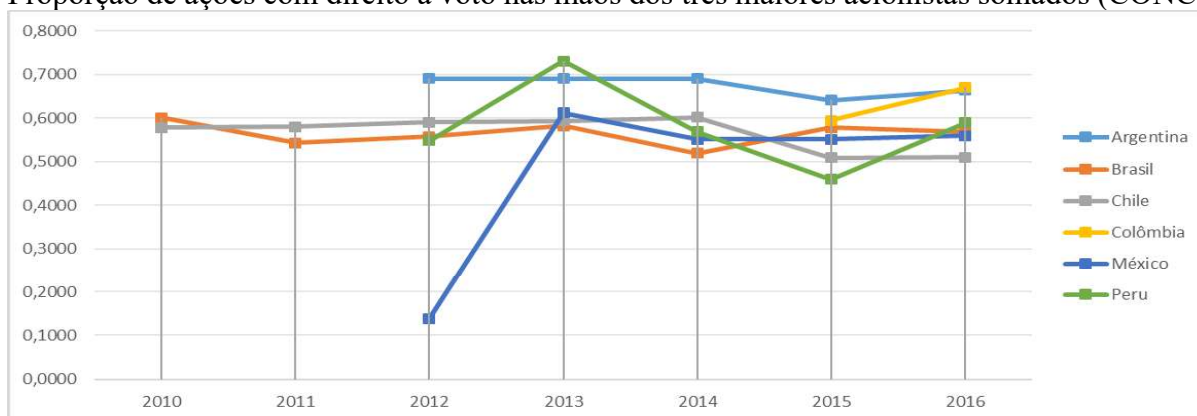


Figura 2 – Médias anuais da concentração de controle – 2010 a 2016

Fonte: Elaborada pelo autor.

Ainda com base na Figura 2, é possível constatar pouca variação das médias da concentração de controle nas empresas brasileiras da amostra, ficando em torno de 40% para o primeiro acionista, 55% para os dois maiores e 60% para os três maiores somados, alinhando-se, no geral, aos resultados empíricos apresentados por Caixe e Krauter (2013), Marques, Guimarães e Peixoto (2015) e Sant’Ana et al. (2016). Resultados semelhantes são apresentados pelas empresas chilenas, que em alguns poucos anos apresentam médias superiores de concentração de controle quando comparado às companhias brasileiras, sinalizando pouca mudança na estrutura de controle das empresas desses países ao longo do período analisado. Cabe destacar-se ainda um aumento significativo da concentração de controle nas empresas mexicanas de 2012 para 2013 para as três variáveis investigadas (CONC<sub>1</sub>, CONC<sub>2</sub> e CONC<sub>3</sub>), o que não necessariamente refletiria a realidade acerca da estrutura de propriedade das companhias desse país, tendo em vista a composição desbalanceada da amostra deste estudo – composta por apenas uma empresa do México no ano de 2012 (ver Tabela 1). Resultados semelhantes, quanto à composição da amostra, devem ser destacados para as empresas do Peru, o que, inclusive, poderia caracterizar uma limitação do estudo.

Buscando um detalhamento maior dos resultados apresentados em relação às variáveis *dummies* utilizadas no modelo econométrico, analisaram-se ainda, de forma descritiva, os resultados descritivos apresentados segregando as empresas quanto à emissão de ADR, conforme Tabela 5.

Tabela 5 – Estatísticas descritivas – empresas da América Latina por ADR

País		EV	QTOBIN	CONC <sub>1</sub>	CONC <sub>2</sub>	CONC <sub>3</sub>	TAM	ROE	INTANG
<b>Com ADR</b>	N	93	93	93	93	93	93	93	93
	Média	1,1392	0,7288	0,3246	0,4558	0,5268	8,6822	0,0860	2,0620
	Mediana	0,9989	0,5357	0,2256	0,3964	0,5002	9,0946	0,0746	1,7427
	SD	0,6585	0,7174	0,2513	0,2603	0,2514	1,4153	0,1308	1,4646
	Min	0,3252	-0,5470	0,0014	0,0014	0,0014	5,5854	-0,3460	0,2408
	Max	3,8708	3,1257	0,9600	0,9994	1,0000	11,3763	0,4884	7,6020
	CV	0,5781	0,9844	0,7741	0,5711	0,4772	0,1630	1,5216	0,7103
<b>Sem ADR</b>	N	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
	Média	0,9559	0,5587	0,3926	0,5110	0,5750	6,5621	0,0558	1,7582
	Mediana	0,7589	0,3805	0,3505	0,5009	0,5762	6,5631	0,0718	1,0661
	SD	0,6667	0,7167	0,2195	0,2222	0,2138	1,7696	0,3894	2,1499
	Min	-0,3901	-0,5937	0,0342	0,0618	0,0618	1,5412	-4,0052	0,0106
	Max	3,8180	4,0406	1,0000	1,0000	1,0000	12,6965	8,9812	26,0775
	CV	0,6974	1,2827	0,5590	0,4348	0,3718	0,2697	6,9748	1,2227
<b>Total</b>	N	1.393	1.393	1.393	1.393	1.393	1.393	1.393	1.393
	Média	0,9681	0,5701	0,3880	0,5073	0,5718	6,7036	0,0578	1,7785
	Mediana	0,7730	0,4038	0,3480	0,4998	0,5714	6,7236	0,0726	1,1007
	SD	0,6675	0,7177	0,2223	0,2253	0,2168	1,8262	0,3777	2,1120
	Min	-0,3901	-0,5937	0,0014	0,0014	0,0014	1,5412	-4,0052	0,0106
	Max	3,8708	4,0406	1,0000	1,0000	1,0000	12,6965	8,9812	26,0775
	CV	0,6894	1,2590	0,5728	0,4440	0,3791	0,2724	6,5307	1,1875



**Nota:** EV = *Enterprise Value* escalonado pelo Ativo total. QTOBIN = *Q* de Tobin escalonado pelo Ativo total. CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido).

Fonte: Elaborada pelo autor.

No geral, conforme Tabela 5, observa-se que as empresas com ADR apresentam médias de concentração de controle inferiores às das empresas sem ADR para as três variáveis relativas ao construto analisado (CONC<sub>1</sub>, CONC<sub>2</sub> e CONC<sub>3</sub>), corroborando os achados de Correia e Martins (2015), que apresentam evidências de uma maior pulverização de controle por parte das empresas listadas na bolsa de Nova Iorque. Na mesma esteira, e ainda com base na Tabela 5, destaca-se uma média de desempenho superior por parte das empresas com ADR considerando ambas as variáveis de valor de mercado analisadas (*Q* de Tobin e *Enterprise Value*).

## 4.2 Caracterização dos países – ambientes econômico e legal

### 4.2.1 Ambiente econômico

Em atendimento ao primeiro objetivo específico – examinar as características dos ambientes econômico e legal dos países da América Latina analisados –, a Figura 3 contempla o Índice Geral de Preços ao Consumidor, anualmente, conforme metodologia adotada pela Fundo Monetário Internacional (FMI, 2017), dos países investigados no período de 2010 a 2016.

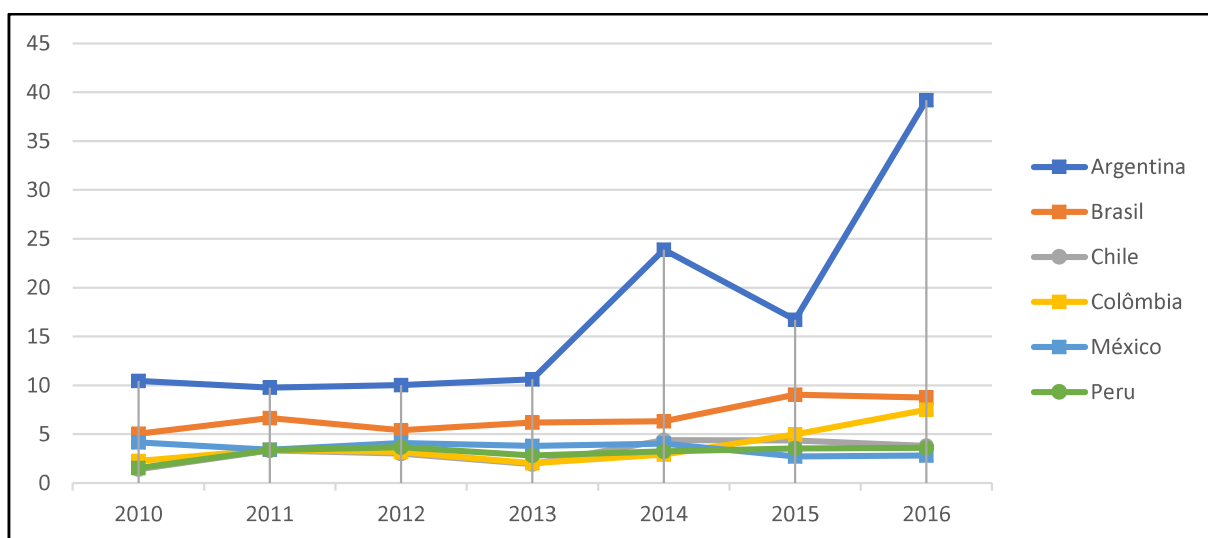


Figura 3 – Índice Geral de Preços ao Consumidor – IGPC (INST<sub>1</sub>)

Fonte: Elaborada pelo autor com base em dados do FMI (2017)

Com base na Figura 3, no que diz respeito especificamente ao Brasil, constata-se um significativo crescimento da inflação nos anos 2014, 2015 e 2016. Na visão de especialistas (BARBOSA FILHO, 2017; CURY; SILVEIRA, 2017; PIGNATA; CARVALHO, 2015), os períodos de 2015 e 2016 poderiam ser caracterizados como de crise econômica nacional, considerando-se, dentre outras características, o PIB negativo de -3,8% e -3,6%, respectivamente, confirmando “a pior recessão da história do país” (CURY; SILVEIRA, 2017), superando, inclusive, a recessão da década 1930. Cury e Silveira (2017) ressaltam ainda o agravante de a retração do PIB, nesse período, ocorrer em praticamente todos os setores da economia, tornando a situação peculiar e ainda mais crônica. Além do exposto, apesar de o ano 2014 não ter apresentado encolhimento do PIB, destaca-se o crescimento de apenas 0,5%, que quando comprado ao crescimento de 3% em 2013, já poderia sinalizar efeitos de uma instabilidade econômica nos anos seguintes (PIGNATA; CARVALHO, 2015).

No que diz respeito à economia chilena, a Figura 3 destaca um aumento considerável na inflação, de 2013 para 2014, com salto de 1,92% para 4,39%. Nessa discussão, o Banco Central do Chile justifica o ocorrido pela forte depreciação do peso chileno ante o dólar, o que elevou os custos de importação e, por sua vez, alimentou a inflação (JARA; ES, 2014). No entanto, em 2015 e 2016 constata-se uma queda no IGPC, atrelada à retração do preço internacional do cobre – *commodity* importante na economia do país, inclusive no cenário mundial (EXAME, 2016).

Na mesma discussão, a Figura 4 apresenta a classificação de risco de investimento dos países conforme metodologia adotada pela Agência Moody’s (2017).

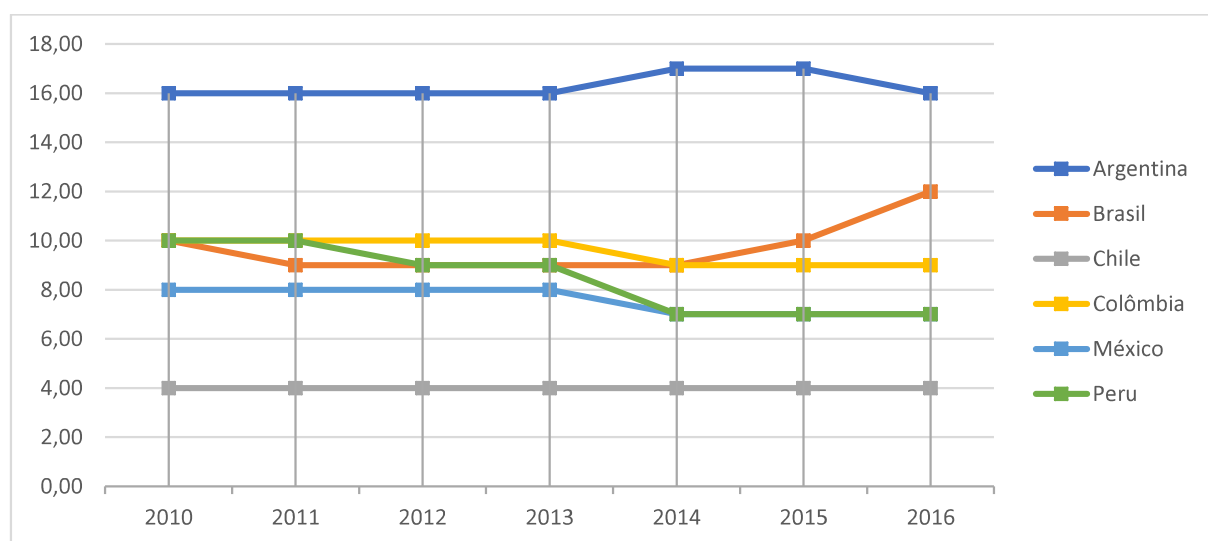


Figura 4 – Classificação de risco de investimento dos países (INST<sub>2</sub>)

Fonte: Elaborada pelo autor com baseado em dados da Agência Moody’s (2017).

No geral, conforme Figura 4, alinhando-se às informações do Índice Geral de Preços ao Consumidor (ver Figura 3), a Argentina se destaca com os maiores níveis de risco. Nesse sentido, a recuperação da economia norte-americana após a crise de 2008, através de uma política monetária contracionista, parece ter impactado de forma significativa a taxa de câmbio e o desempenho do mercado acionário de diversos países emergentes, inclusive a Argentina, onde se relatam depreciações do peso em relação ao dólar, no ano 2014, de mais de 20% em apenas dois dias (VARTANIAN, 2014). Políticas econômicas de caráter populista, que se apoiaram e/ou resultaram em leniência com a inflação, ausência de austeridade fiscal, aumento do protecionismo comercial e ampliação do intervencionismo do Estado, são alguns dos fatores que contribuíram para a instabilidade dos títulos argentinos (VARTANIAN, 2014).

#### 4.2.2 Ambiente legal

A Figura 5 contempla o Índice de Proteção aos Minoritários do Banco Mundial (2017) para os países analisados no período de 2010 a 2016.

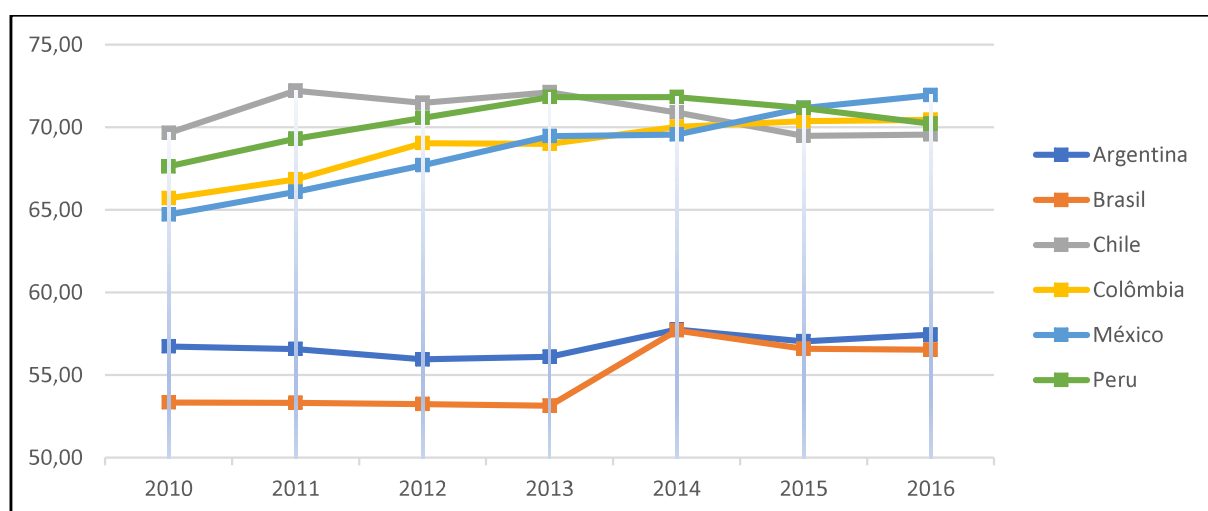


Figura 5 – Índice de Proteção aos Minoritários (PROTEC<sub>1</sub>)  
 Fonte: Elaborada pelo autor com baseado em dados do Banco Mundial (2017).

No geral, poder-se-ia destacar a Argentina e o Brasil como detentores, de forma evidente, dos índices mais baixos em comparação aos demais países latino-americanos analisados. Nessa discussão, salienta-se ainda o constante crescimento do México quanto a esse fator, saltando de aproximadamente 65 pontos, em 2010, para 73, em 2016. Pode-se observar um crescimento semelhante de proteção legal aos menores investidores na Colômbia, apesar de menos acentuado quando comparado ao crescimento do índice para o México. Ainda com base

na Figura 5, por fim, torna-se oportuno salientar suaves quedas de proteção aos minoritários no Peru e no México, a partir de 2013 e 2014, respectivamente.

#### 4.3 Correlações entre variáveis e estimações dos modelos

A Tabela 6 contempla a matriz de correlação das variáveis contínuas investigadas por meio do coeficiente de correlação de Pearson. No geral, é possível observar uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre as variáveis de valor de mercado (EV e QTOBIN) e as variáveis de concentração de controle (CONC<sub>1</sub>, CONC<sub>2</sub> e CONC<sub>3</sub>). A correlação negativa é maior entre os construtos à medida que a concentração de controle aumenta do maior acionista para os dois e três maiores somados, sinalizando que, de fato, uma maior concentração de controle das empresas prejudica o desempenho corporativo – considerando-se o valor de mercado das empresas –, corroborando os resultados empíricos de diversos estudos (CAIXE; KRAUTER, 2013; ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; SANT’ANA et al., 2016; VIANA JUNIOR; MORAIS; DE LUCA, 2016).

Tabela 6 – Matriz de correlação – coeficiente de Pearson (variáveis contínuas)

	EV	QTOBIN	CONC <sub>1</sub>	CONC <sub>2</sub>	CONC <sub>3</sub>	TAM	ROE	INTANG
EV	1,0000							
QTOBIN	0,9288***	1,0000						
CONC <sub>1</sub>	-0,1268***	-0,0863***	1,0000					
CONC <sub>2</sub>	-0,1345***	-0,0925***	0,9080***	1,0000				
CONC <sub>3</sub>	-0,1587***	-0,1189***	0,8525***	0,9592***	1,0000			
TAM	0,0950***	0,0072	-0,0092	0,0199	-0,0020	1,0000		
ROE	0,1866***	0,2049***	0,0427	0,0351	0,0249	0,0362	1,0000	
INTANG	0,7283***	0,7121***	-0,0111	-0,0173	-0,0452	-0,0452*	0,0885***	1,0000

**Nota:** EV = *Enterprise Value* escalonado pelo Ativo total. QTOBIN = Q de Tobin escalonado pelo Ativo total. CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de mercado sobre patrimônio líquido). \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ainda com base na Tabela 6, no que tange à correlação entre as variáveis de desempenho e as variáveis independentes e de controle, aponta-se uma correlação positiva e significativa entre tamanho (TAM), rentabilidade (ROE) e grau de intangibilidade (INTANG). Pode-se inferir ainda que a maior correlação entre as variáveis de controle (TAM, ROE e INTANG) se deu entre TAM e ROE, na proporção de aproximadamente 50%, descartando-se, portanto, possíveis indícios de multicolinearidade nas estimações (GUJARATI; PORTER, 2011).

A Tabela 7 contempla as estimações dos modelos econométricos, investigando a relação entre concentração de controle e valor de mercado aproximado pelo *Enterprise Value*. Em termos de validade das estimações, é possível observar que tanto os testes de autocorrelação dos resíduos (ARELLANO; BOND, 1991) como os de validade dos instrumentos (HANSEN, 1982) legitimaram os parâmetros estimados. Assim, no que diz respeito aos resultados referentes aos parâmetros, constata-se uma correlação negativa e significativa entre valor de mercado (EV) e proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), alinhando-se aos resultados de estudos anteriores (LEFORT; URZÚA, 2008; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; SANT'ANA et al., 2016), e, portanto, sugerindo um impacto prejudicial da concentração de controle nas mãos de grandes acionistas sobre o desempenho corporativo. Nesse sentido, os resultados são confirmados ao se considerar a soma dos dois maiores acionistas (CONC<sub>2</sub>). Por outro lado, observa-se ainda, com base na Tabela 7, que a correlação perde significância ao se considerar a soma dos três maiores (CONC<sub>3</sub>), não se alinhando, portanto, aos achados de Viana Junior, Morais e De Luca (2016), por exemplo, que apresentam indícios de reflexos negativos da concentração de controle sobre o desempenho corporativo considerando a proporção de ações com direito a voto até os cinco primeiros acionistas somados.

Ainda com base na Tabela 7, é possível destacar ainda uma influência positiva das variáveis ROE e INTANG, e negativa da variável INSTIT, sinalizando que possivelmente as empresas com maior retorno sobre o patrimônio, maior grau de intangibilidade e de não controle institucional apresentam maior valor de mercado, corroborando estudos anteriores (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; MENDEZ; VILLANUEVA, 2010).

Por fim, é válido destacar-se ainda que em todas as especificações testadas, a primeira defasagem da variável resposta  $EV_{t-1}$  influencia positivamente o valor de mercado empresarial, a 1% de significância. Este resultado corrobora a importância da utilização de modelos dinâmicos nos estudos de finanças corporativas, mostrando que especificações estáticas podem estar sujeitas ao viés de omissão de variáveis relevantes (WINTOKI; LINCK; NETTER, 2012).

Tabela 7 – Correlação entre concentração de controle e valor de mercado – *Enterprise Value*

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 3
EV <sub>t-1</sub>	0,2698*** (2,82)	0,2842*** (2,95)	0,2789*** (2,89)
CONC <sub>1</sub>	<b>-0,1349**</b> (-2,51)		
CONC <sub>2</sub>		<b>-0,1016*</b> (-1,65)	
CONC <sub>3</sub>			<b>-0,0822</b> (-1,45)
TAM	0,0047 (0,16)	-0,0096 (-0,37)	-0,0092 (-0,35)
ROE	0,3306* (1,74)	0,3027 (1,50)	0,3140 (1,59)
ADR	-0,0895 (-0,48)	-0,0587 (-0,33)	-0,0368 (-0,19)
INTANG	0,0985* (2,35)	0,0963** (2,36)	0,0955** (2,36)
INDIV	0,1537 (0,92)	0,1604 (1,00)	0,1682 (0,99)
ESTADO	-0,5506 (-1,35)	-0,4903 (-1,14)	-0,5988 (-1,29)
INSTIT	-0,1294** (-2,07)	-0,1079* (-1,82)	-0,0980* (-1,72)
D-2010	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>
D-2011	-0,0942* (-1,79)	-0,0889* (-1,80)	-0,0819* (-1,71)
D-2012	0,0810** (2,21)	0,0803** (2,23)	0,0845** (2,32)
D-2013	-0,0504 (-1,23)	-0,0482 (-1,21)	-0,0437 (-1,11)
D-2014	-0,0814** (-2,25)	-0,0726** (-1,99)	-0,0677* (-1,90)
D-2015	-0,1089*** (-3,71)	-0,1143*** (-3,71)	-0,1060*** (-3,58)
_constante	0,5629*** (2,85)	0,6381*** (3,46)	0,6278*** (3,37)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	241,54***	178,69***	170,69***
J Hansen Test	113,16	114,07	112,97
Arellano-Bond AR (1)	-2,92***	-2,93***	-2,92***
Arellano-Bond AR (2)	1,28	1,29	1,27

**Nota:** A variável dependente é o *Enterprise Value* (EV), escalonado pelo Ativo total. CONC= proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT = controle individual, estatal e institucional, respectivamente. Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem - AR(1) e AR(2); e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística z entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na mesma discussão, a Tabela 8 contempla as estimações dos modelos investigando a relação entre concentração de controle e valor de mercado, desta vez aproximando o valor das firmas pelo  $Q$  de Tobin. De forma similar ao modelo anterior, os testes de Arellano e Bond (1991) e Hansen (1982) validaram as estimações dos parâmetros.

Assim, apesar do sinal negativo dos parâmetros relativos às variáveis de concentração de controle ( $CONC_1$ ,  $CONC_2$  e  $CONC_3$ ), em nenhum dos modelos estes se revelaram significantes ao nível de 10%, não se confirmando, portanto, um possível efeito destrutivo da concentração de capital votante sobre o valor de mercado nas firmas analisadas. Por outro lado, as variáveis de controle relativas à rentabilidade (ROE) e ao grau de intangibilidade (INTANG) confirmaram as estimações realizadas, considerando-se o desempenho corporativo por meio do *Enterprise Value* (ver Tabela 7), com indicação de que as empresas mais rentáveis e com maior grau de intangibilidade apresentam maior valor de mercado quando comparadas com as demais. Nesse sentido, destaca-se ainda que as variáveis de controle TAM e ADR se apresentaram como não significantes para explicar o valor de mercado das firmas, contrariando, portanto, os resultados empíricos apresentados por Caixe e Krauter (2013), Correia e Martins (2015) e Crisóstomo e Pinheiro (2016).

Tabela 8 – Correlação entre concentração de controle e valor de mercado –  $Q$  de Tobin

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 3
QTOBIN <sub>t-1</sub>	0,3185*** (2,98)	0,3284*** (3,14)	0,3224*** (3,07)
CONC <sub>1</sub>	<b>-0,0559</b> (-0,67)		
CONC <sub>2</sub>		<b>-0,0265</b> (-0,44)	
CONC <sub>3</sub>			<b>-0,0211</b> (-0,40)
TAM	-0,0204 (-0,77)	-0,0248 (-1,03)	-0,0244 (-0,99)
ROE	0,3408** (1,85)	0,3337* (1,73)	0,3425* (1,74)
ADR	0,0035 (0,05)	0,0180 (0,25)	0,0208 (0,26)
INTANG	0,0953*** (3,05)	0,0935*** (2,98)	0,0936*** (2,98)
INDIV	0,0788 (0,42)	0,0528 (0,36)	0,0510 (0,36)
ESTADO	-0,2993 (-0,86)	-0,3440 (-0,90)	-0,4328 (-1,08)
INSTIT	-0,1384** (-2,10)	-0,1191* (-1,79)	-0,1186* (-1,82)
D-2010	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>
D-2011	-0,1183 (-2,48)	-0,1144** (-2,40)	-0,1106** (-2,33)
D-2012	0,0415 (1,06)	0,0478 (1,22)	0,0500 (1,29)
D-2013	-0,0669* (-1,66)	-0,0632 (-1,59)	-0,0598 (-1,52)
D-2014	-0,0747** (-2,29)	-0,0718** (-2,24)	-0,0694** (-2,17)
D-2015	-0,1092*** (-4,06)	-0,1092*** (-3,80)	-0,1059*** (-3,99)
_constante	0,3905** (1,98)	0,4010** (2,24)	0,4001*** (2,17)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	150,11***	151,62***	157,58***
J Hansen Test	113,05	111,65	111,56
Arellano-Bond AR (1)	-3,06***	-3,10***	-3,08***
Arellano-Bond AR (2)	1,16	1,16	1,15

**Nota:** A variável dependente é o  $Q$  de Tobin (QTOBIN). CONC= proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido. INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT = controle individual, estatal e institucional, respectivamente. Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem - AR(1) e AR(2); e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística  $z$  entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.



#### 4.4 Estimações dos modelos com a inserção dos ambientes econômico e legal

Em atendimento ao segundo objetivo específico deste estudo – verificar se a influência da concentração de controle acionário sobre o desempenho corporativo se diferencia em função dos ambientes econômico e legal dos países latino-americanos analisados –, procedeu-se às estimações dos modelos com a inserção de *dummies* relativas ao nível de instabilidade econômica e de proteção aos investidores minoritários das economias investigadas.

##### 4.4.1 Instabilidade econômica

###### 4.4.1.1 Índice Geral de Preços ao Consumidor (IGPC)

No que tange ao ambiente econômico, representado pela instabilidade econômica dos países, a Tabela 9 apresenta as estimações dos parâmetros investigando a correlação entre concentração de controle e valor de mercado (aproximado pelo *Enterprise Value*), com a inserção de variáveis *dummies* interativas representantes de empresas oriundas de países em períodos de alta instabilidade econômica (HighINSTAB) e baixa instabilidade (LowINSTAB), sendo o nível de instabilidade das economias aproximado, em um primeiro momento, por meio da inflação – IGPC, conforme dados do FMI (2017).

No que diz respeito à validação dos parâmetros estimados, ainda na Tabela 9 constata-se que tanto os testes de autocorrelação dos resíduos de primeira e segunda ordem (ARELLANO; BOND, 1991) quanto os de validade dos instrumentos propostos por Hansen (1982), foram satisfatórios – legitimando os parâmetros estimados à luz do proposto por Roodman (2009).

Tabela 9 – Efeitos do ambiente econômico (inflação) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – *Enterprise Value*

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 3
EV <sub>t-1</sub>	0,2612*** (2,71)	0,2856*** (2,98)	0,2876*** (3,00)
CONC <sub>1</sub> *HighIGPC	<b>-0,1563**</b> (-2,19)		
CONC <sub>1</sub> *LowIGPC	<b>-0,0710</b> (-0,71)		
CONC <sub>2</sub> *HighIGPC		<b>-0,1285***</b> (-2,73)	
CONC <sub>2</sub> *LowIGPC		<b>-0,0838</b> (-1,09)	
CONC <sub>3</sub> *HighIGPC			<b>-0,1148**</b> (-2,46)
CONC <sub>3</sub> *LowIGPC			<b>-0,0912</b> (-1,19)
TAM	0,0129 (0,44)	0,0001 (0,00)	0,0023 (0,08)
ROE	0,3094* (1,71)	0,2724 (1,45)	0,2758 (1,50)
ADR	0,0193 (0,09)	0,0736 (0,36)	0,1033 (0,48)
INTANG	0,1022** (2,39)	0,1007** (2,42)	0,1009** (2,41)
INDIV	0,1419 (0,71)	0,1537 (0,80)	0,1461 (0,79)
ESTADO	-0,8272* (-1,80)	-0,8476 (-1,64)	-0,9570 (-1,63)
INSTIT	-0,1472** (-2,23)	-0,1199* (-1,91)	-0,1070* (-1,77)
D-2010	<i>omitted</i> -	<i>omitted</i> -	<i>omitted</i> -
D-2011	-0,0896* (-1,80)	-0,0930** (-1,97)	-0,0898* (-1,95)
D-2012	0,0970*** (2,84)	0,0858*** (2,68)	0,0830** (2,54)
D-2013	-0,0406 (-0,99)	-0,0468 (-1,24)	-0,0494 (-1,34)
D-2014	-0,0614 (-1,60)	-0,0631 (-1,60)	-0,0660* (-1,66)
D-2015	-0,0848** (-2,16)	-0,1037** (-2,59)	-0,1027** (-2,53)
_constante	0,4973** (2,53)	0,5670*** (3,02)	0,5527*** (2,91)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	242,61***	396,52***	275,67***
J Hansen Test	137,24	133,38	132,05
Arellano-Bond AR (1)	-2,82***	-2,90***	-2,91***
Arellano-Bond AR (2)	1,27	1,29	1,28

A variável dependente é o *Enterprise Value* (EV). CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT são variáveis *dummies* que representam controle individual, estatal e institucional, respectivamente. **HighIGPC** (**LowIGPC**) é uma variável binária que assume valor 1 se o IGPC do país *jem* determinado ano é  $\geq$  mediana (< mediana). Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem – AR(1) e AR(2), respectivamente; e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística z entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística a aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

De acordo com a Tabela 9, no que diz respeito às variáveis de interação da concentração de controle nas empresas de países em momentos de alta ( $CONC_1 \times HighIGPC$ ) e baixa ( $CONC_1 \times LowIGPC$ ) instabilidade econômica, apontam-se indícios de que a concentração de controle nas empresas pertencentes às economias em períodos econômicos mais instáveis ( $CONC_1 \times HighIGPC$ ) tem significância estatística e correlação negativa com o desempenho corporativo representado pelo *Enterprise Value*. No entanto, não se observa esse efeito em empresas relacionadas a países de baixa instabilidade ( $CONC_1 \times LowIGPC$ ), onde a concentração acionária do capital votante perde significância em termos de influência sobre o desempenho das firmas. Os resultados são robustos considerando-se a concentração de controle por meio da proporção de ações com direito a voto dos dois maiores acionistas ( $CONC_2$ ) e dos três maiores ( $CONC_3$ ) somados, sinalizando um possível agravante do efeito entrincheiramento em momentos de maior instabilidade econômica – tornando possível a ideia de que os grandes acionistas podem agir ainda mais fortemente guiados por seus próprios interesses em momentos de recessão econômica, eventualmente intensificando atividades na extração de benefícios privados de controle, com conseqüente agravamento dos conflitos entre majoritários e minoritários e elevação dos custos de agência – prejudicando, assim, o desempenho corporativo e a forma como as empresas são vistas perante o mercado acionário.

Ainda segundo a Tabela 9, no que diz respeito às variáveis de controle inseridas no modelo, constata-se, assim como nos modelos das Tabelas 7 e 8, uma influência positiva tanto do ROE quanto da variável INTANG, confirmando os achados de Brandão e Crisóstomo (2015) e Mendez e Villanueva (2010). Algumas variáveis relativas ao tipo de controle acionário também se apresentaram como significantes no modelo proposto, assim como para as estimações anteriores, sugerindo uma relevância da classificação do maior acionista na correlação entre estrutura de propriedade e valor de mercado.

Na mesma direção, a Tabela 10 apresenta as estimações dos parâmetros investigando a correlação entre concentração de controle e valor de mercado, considerando-se, desta vez, o valor das firmas representado por meio do  $Q$  de Tobin. Os resultados confirmam as estimações realizadas na Tabela 9 – considerando-se o valor de mercado por meio do *Enterprise Value* –, apresentando-se, portanto, relevantes evidências de um possível efeito destrutivo da concentração de controle nas empresas em períodos de maior instabilidade econômica, em acordo com a hipótese  $H_2$  do presente estudo.

Tabela 10 – Efeitos do ambiente econômico (inflação) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado –  $Q$  de Tobin

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 3
QTOBIN <sub>t-1</sub>	0,3180*** (3,11)	0,3345*** (3,31)	0,3376*** (3,34)
CONC <sub>1</sub> *HighIGPC	<b>-0,1231**</b> (-2,41)		
CONC <sub>1</sub> *LowIGPC	<b>-0,0197</b> (-0,20)		
CONC <sub>2</sub> *HighIGPC		<b>-0,0954*</b> (-1,92)	
CONC <sub>2</sub> *LowIGPC		<b>-0,0519</b> (-0,67)	
CONC <sub>3</sub> *HighIGPC			<b>-0,0792*</b> (-1,63)
CONC <sub>3</sub> *LowIGPC			<b>-0,0518</b> (-0,68)
TAM	-0,0121 (-0,47)	-0,0155 (-0,67)	-0,0118 (-0,54)
ROE	0,2874 (1,63)	0,2609 (1,46)	0,2645 (1,45)
ADR	-0,0129 (-0,13)	0,0533 (0,36)	0,0650 (0,40)
INTANG	0,1015*** (3,27)	0,1004*** (3,09)	0,1001*** (3,07)
INDIV	0,0938 (0,55)	0,0914 (0,58)	0,0915 (0,58)
ESTADO	-0,4667 (-1,37)	-0,5314 (-1,34)	-0,5948 (-1,33)
INSTIT	-0,1046* (-1,70)	-0,1041* (-1,64)	-0,0971 (-1,53)
D-2010	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>
D-2011	-0,1176*** (-2,64)	-0,1143*** (-2,60)	-0,1123*** (-2,67)
D-2012	0,0615 (1,64)	0,0531 (1,51)	0,0532 (1,54)
D-2013	-0,0582 (-1,63)	-0,0580* (-1,73)	-0,0587* (-1,84)
D-2014	-0,0477 (-1,23)	-0,0520 (-1,37)	-0,0549 (-1,51)
D-2015	-0,0866** (-2,47)	-0,0980*** (-2,82)	-0,0948*** (-2,96)
_constante	0,3173* (1,78)	0,3344** (2,03)	0,3075* (1,94)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	251,87***	223,68***	226,83***
J Hansen Test	137,67	131,05	130,61
Arellano-Bond AR (1)	-2,92***	-2,99***	-3,04***
Arellano-Bond AR (2)	1,15	1,16	1,16

**Nota:** A variável dependente é o  $Q$  de Tobin (QTOBIN). CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT são variáveis *dummies* que representam controle individual, estatal e institucional, respectivamente. **HighIGPC (LowIGPC)** é uma variável binária que assume valor 1 se o IGPC do país  $j$  em determinado ano é  $\geq$  mediana (< mediana). Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem – AR(1) e AR(2), respectivamente; e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística  $z$  entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nessa discussão, cabe destacar que sem considerar os efeitos da inflação, a concentração de controle não se apresentou de forma significativa para explicar o  $Q$  de Tobin das empresas (ver Tabela 8). No entanto, conforme Tabela 10, considerando-se a interação das *dummies* HighIGPC e LowIGPC, a concentração de controle se apresenta como tendo significância do posto de vista estatístico para explicar a relação proposta, o que sinaliza uma relevância do ambiente econômico para a explicar a relação “Controle  $\times$  Valor de Mercado”.

#### 4.4.1.2 Nota de *rating* dos países (Agência Moody’s)

Na busca de resultados mais precisos quanto aos efeitos da concentração de controle sobre o valor de mercado nas empresas em momentos de instabilidade econômica, foram ainda estimados modelos considerando o nível de instabilidade do ambiente econômico mensurado através da nota de *rating* dos países, segundo a Agência Moody’s, considerando o valor de mercado mensurado tanto pelo *Enterprise Value* como pelo  $Q$  de Tobin, conforme Tabelas 11 e 12, respectivamente.

Assim, considerando-se o valor de mercado mensurado pelo *Enterprise Value*, conforme Tabela 11, verifica-se uma influência negativa e significativa, até o nível de 10%, da concentração de controle do primeiro acionista nas empresas de países em momentos considerados de alto risco de investimento ( $\text{CONC}_1 \times \text{HighRATING}$ ). No entanto, o efeito negativo da concentração de controle perde significância ao se considerar a interação da variável de direitos de controle do maior acionista em países de menor risco ( $\text{CONC}_1 \times \text{LowRATING}$ ). O mesmo efeito é observado considerando-se os dois maiores ( $\text{CONC}_2$ ) e os três maiores ( $\text{CONC}_3$ ) acionistas somados, confirmando-se, assim, os resultados apresentados nas Tabelas 9 e 10, em que a instabilidade econômica dos países foi mensurada por meio da inflação. Dessa forma, ratifica-se a ideia de que em momentos de maior instabilidade econômica acionistas controladores poderiam agir de forma mais agressiva na extração de benefícios privados de controle, o que não foi configurado em momentos de menos instabilidade econômica – resultados empíricos que, portanto, confirmam a hipótese  $H_2$  deste estudo.

Tabela 11 – Efeitos do ambiente econômico (*rating*) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – *Enterprise Value*

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 3
EV <sub>t-1</sub>	0,2653*** (2,79)	0,2912*** (3,09)	0,2782*** (2,93)
CONC <sub>1</sub> *HighRATING	<b>-0,1786*</b> (-1,67)		
CONC <sub>1</sub> *LowRATING	<b>0,1031</b> (0,68)		
CONC <sub>2</sub> *HighRATING		<b>-0,1267**</b> (-2,27)	
CONC <sub>2</sub> *LowRATING		<b>0,0540</b> (0,55)	
CONC <sub>3</sub> *HighRATING			<b>-0,1231**</b> (-2,43)
CONC <sub>3</sub> *LowRATING			<b>0,0830</b> (0,82)
TAM	0,0252 (0,82)	0,0073 (0,29)	0,0161 (0,61)
ROE	0,3068* (1,79)	0,2679 (1,50)	0,2822* (1,63)
ADR	-0,0820 (-0,50)	-0,0365 (-0,23)	-0,0014 (-0,01)
INTANG	0,1027 (2,40)	0,1011** (2,40)	0,1009** (2,47)
INDIV	0,0644 (0,39)	0,1027 (0,59)	0,1089 (0,60)
ESTADO	-0,3249 (-0,78)	-0,3306 (-0,91)	-0,4417 (-1,12)
INSTIT	-0,1522** (-2,30)	-0,1409** (-2,20)	-0,1352** (-2,14)
D-2010	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>
D-2011	-0,0972** (-1,88)	-0,1029** (-2,07)	-0,1016** (-2,03)
D-2012	0,0849* (2,21)	0,0785** (2,27)	0,0772** (2,14)
D-2013	-0,0428** (-1,05)	-0,0512 (-1,29)	-0,0492 (-1,22)
D-2014	-0,0827** (-2,33)	-0,0836** (-2,35)	-0,0817** (-2,25)
D-2015	-0,0963* (-3,06)	-0,1002*** (-3,30)	-0,1013*** (-3,39)
_constante	0,3823* (1,93)	0,4826*** (2,75)	0,4189** (2,38)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	206,81***	324,41***	257,22***
J Hansen Test	137,28	132,75	134,69
Arellano-Bond AR (1)	-2,86***	-2,93***	-2,88***
Arellano-Bond AR (2)	1,32	1,31	1,31

**Nota:** A variável dependente é o *Enterprise Value* (EV). CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT são variáveis *dummies* que representam controle individual, estatal e institucional, respectivamente. **HighRATING (LowRATING)** é uma variável binária que assume valor 1 se o *rating* do país *j* em determinado ano é  $\geq$  mediana ( $<$  mediana). Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem – AR(1) e AR(2), respectivamente; e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística *z* entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 12 – Efeitos do ambiente econômico (*rating*) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – *Q* de Tobin

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 3
QTOBIN <sub>t-1</sub>	0,3143*** (3,18)	0,3460*** (3,53)	0,3304*** (3,44)
CONC <sub>1</sub> *HighRATING	<b>-0,1227**</b> (-2,58)		
CONC <sub>1</sub> *LowRATING	<b>0,2074</b> (1,59)		
CONC <sub>2</sub> *HighRATING		<b>-0,0808</b> (-1,49)	
CONC <sub>2</sub> *LowRATING		<b>0,1086</b> (1,04)	
CONC <sub>3</sub> *HighRATING			<b>-0,0802*</b> (-1,62)
CONC <sub>3</sub> *LowRATING			<b>0,1126</b> (1,06)
TAM	-0,0144 (-0,68)	-0,0204 (-0,88)	-0,0083 (-0,38)
ROE	0,2758 (1,62)	0,2530 (1,40)	0,2730 (1,50)
ADR	-0,0214 (-0,31)	0,0047 (0,06)	-0,0018 (-0,02)
INTANG	0,1027*** (3,36)	0,0991*** (3,17)	0,1000*** (3,24)
INDIV	0,1088 (0,66)	0,0989 (0,79)	0,1008 (0,94)
ESTADO	-0,1031 (-0,31)	-0,1544 (-0,72)	-0,2037 (-0,90)
INSTIT	-0,1424** (-1,97)	-0,1303** (-1,97)	-0,1185* (-1,75)
D-2010	<i>omitted</i> -	<i>omitted</i> -	<i>omitted</i> -
D-2011	-0,1027** (-2,27)	-0,1144*** (-2,73)	-0,1140*** (-2,89)
D-2012	0,0746** (2,07)	0,0613* (1,91)	0,0549 (1,76)
D-2013	-0,0414 (-1,08)	-0,0521 (-1,61)	-0,0555* (-1,82)
D-2014	-0,0611** (-2,01)	-0,0667** (-2,42)	-0,0684*** (-2,66)
D-2015	-0,1023*** (-3,86)	-0,0965*** (-3,95)	-0,1042*** (-4,70)
_constante	0,2880* (1,91)	0,3215* (1,90)	0,2417 (1,53)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	288,72***	240,51***	235,87***
J Hansen Test	136,53	136,22	134,37
Arellano-Bond AR (1)	-2,96***	-3,14***	-3,11***
Arellano-Bond AR (2)	1,18	1,20	1,18

A variável dependente é o *Q* de Tobin (QTOBIN). CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT são variáveis *dummies* que representam controle individual, estatal e institucional, respectivamente. **HighRATING (LowRATING)** é uma variável binária que assume valor 1 se o *rating* do país *j* em determinado ano é  $\geq$  mediana ( $<$  mediana). Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem – AR(1) e AR(2), respectivamente; e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística *z* entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

#### 4.4.2 Proteção legal aos investidores minoritários – Banco Mundial

Na perspectiva de investigar os possíveis efeitos do ambiente legal na relação “Controle Acionário x Desempenho”, as Tabelas 13 e 14 apresentam as estimações dos parâmetros investigando a correlação entre concentração de controle e valor de mercado, aproximado pelo *Enterprise Value* e pelo  $Q$  de Tobin, respectivamente, com inserção de variáveis *dummies* interativas, representantes de empresas oriundas de países em períodos de alta (HighPROT) e baixa (LowPROT) proteção aos investidores minoritários, sendo o nível de proteção dos menores acionistas mensurado por meio do relatório Doing Business, do Banco Mundial, conforme sugerido em outros estudos (FUJIWARA; KIMURA, 2012; LIN; CHOW, 2016; LITZMAN; KOUBA, 2015; PINDADO; REQUEJO; TORRE, 2014).

No que diz respeito à validade das estimações, conforme Tabelas 13 e 14, os testes de autocorrelação e validade dos instrumentos, assim como para todas as demais estimações realizadas, apresentaram-se satisfatórios, segundo Arellano e Bond (1991) e Hansen (1982). Assim, conforme Tabela 13, é possível constatar uma correlação negativa entre a concentração de controle do primeiro acionista de empresas oriundas de países com menor proteção ao investidor minoritário ( $CONC_1$  x LowPROT) e o valor de mercado representado pelo *Enterprise Value*. Em contrapartida, ao se considerar a proporção de ações com direito a voto de empresas de países com maior proteção ao minoritário ( $CONC_1$  x HighPROT), os resultados não são significantes. Os resultados permanecem inalterados ao se considerar a proporção de ações dos dois maiores ( $CONC_2$ ) e dos três maiores ( $CONC_3$ ) acionistas somados. Dessa forma, sugere-se a possibilidade de o ambiente legal dos países – no que diz respeito especificamente à proteção de acionistas minoritários – moderar o efeito dos direitos de controle sobre o desempenho corporativo, mesmo em economias menos desenvolvidas, sendo possível conjecturar-se sobre a existência do efeito entrincheiramento em países de menor proteção aos minoritários, mas não se confirmando esse fenômeno em países onde, em tese, os maiores acionistas teriam menos chances de agir oportunisticamente em benefício próprio.

Os resultados são robustos, considerando-se o valor da firma mensurado pelo  $Q$  de Tobin, conforme Tabela 14, sinalizando-se, portanto, que um nível mais alto de proteção legal aos investidores minoritários atenua os efeitos negativos da concentração de controle sobre o desempenho corporativo, confirmando-se, portanto, a hipótese  $H_3$  deste estudo.



Tabela 13 – Efeitos do ambiente legal (proteção ao investidor minoritário) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado – *Enterprise Value*

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 3
ENTERP <sub>t-1</sub>	0,2662*** (2,80)	0,2915*** (3,09)	0,2792*** (2,94)
<b>CONC<sub>1</sub>*HighPROT</b>	<b>0,1033</b> (0,67)		
<b>CONC<sub>1</sub>*LowPROT</b>	<b>-0,1730*</b> (-1,66)		
<b>CONC<sub>2</sub>*HighPROT</b>		<b>0,0522</b> (0,51)	
<b>CONC<sub>2</sub>*LowPROT</b>		<b>-0,1247**</b> (-2,23)	
<b>CONC<sub>3</sub>*HighPROT</b>			<b>0,0704</b> (0,69)
<b>CONC<sub>3</sub>*LowPROT</b>			<b>-0,1215**</b> (-2,38)
TAM	0,0238 (0,77)	0,0047 (0,18)	0,0118 (0,44)
ROE	0,3037* (1,79)	0,2654 (1,50)	0,2781 (1,62)
ADR	-0,0706 (-0,42)	-0,0079 (-0,05)	0,0448 (0,23)
INTANG	0,1027** (2,41)	0,1015** (2,41)	0,1013** (2,48)
INDIV	0,0720 (0,42)	0,1153 (0,63)	0,1251 (0,66)
ESTADO	-0,3261 (-0,79)	-0,3119 (-0,86)	-0,4370 (-1,11)
INSTIT	-0,1519** (-2,30)	-0,1410** (-2,17)	-0,1342** (-2,10)
D-2010	<i>omitted</i> -	<i>omitted</i> -	<i>omitted</i> -
D-2011	-0,0922* (-1,79)	-0,0969** (-1,96)	-0,0941* (-1,91)
D-2012	0,0899** (2,38)	0,0838** (2,40)	0,0843** (2,34)
D-2013	-0,0386 (-0,95)	-0,0461 (-1,16)	-0,0431 (-1,08)
D-2014	-0,0784** (-2,22)	-0,0781** (-2,19)	-0,0743** (-2,07)
D-2015	-0,0930*** (-3,04)	-0,0967** (-3,19)	-0,0969*** (-3,29)
_constante	0,3844** (1,91)	0,4918*** (2,73)	0,4406** (2,45)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	211,88***	329,26***	260,15***
J Hansen Test	138,18	133,81	136,26
Arellano-Bond AR (1)	-2,86***	-2,93***	-2,88***
Arellano-Bond AR (2)	1,32	1,30	1,31

**Nota:** A variável dependente é o *Enterprise Value* (ENTERP). CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT são variáveis *dummies* que representam controle individual, estatal e institucional, respectivamente. **HighPROT (LowPROT)** é uma variável binária que assume valor 1 se a proteção ao investidor minoritário do país *j* em determinado ano é  $\geq$  mediana ( $<$  mediana). Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem – AR(1) e AR(2), respectivamente; e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística *z* entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Tabela 14 – Efeitos do ambiente legal (proteção ao investidor minoritário) na correlação entre concentração de controle e valor de mercado –  $Q$  de Tobin

Variável	Equação 1	Equação 2	Equação 2
QTOBIN <sub>t-1</sub>	0,3182*** (3,24)	0,3465*** (3,55)	0,3064*** (3,45)
<b>CONC<sub>1</sub>*HighPROTEC</b>	<b>0,1995</b> (1,49)		
<b>CONC<sub>1</sub>*LowPROTEC</b>	<b>-0,1215**</b> (-2,50)		
<b>CONC<sub>2</sub>*HighPROTEC</b>		<b>0,1003</b> (0,97)	
<b>CONC<sub>2</sub>*LowPROTEC</b>		<b>-0,0807</b> (-1,54)	
<b>CONC<sub>3</sub>*HighPROTEC</b>			<b>0,1037</b> (1,00)
<b>CONC<sub>3</sub>*LowPROTEC</b>			<b>-0,0854*</b> (-1,68)
TAM	-0,0146 (-0,67)	-0,0217 (-0,93)	-0,0053 (-0,26)
ROE	0,2716 (1,58)	0,2503 (1,38)	0,3026* (1,69)
ADR	-0,0143 (-0,20)	0,0208 (0,23)	0,0291 (0,21)
INTANG	0,1025*** (3,35)	0,0992*** (3,16)	0,1068*** (3,17)
INDIV	0,1172 (0,84)	0,1087 (0,85)	0,0871 (0,59)
ESTADO	-0,1127 (-0,36)	-0,1510 (-0,71)	-0,2186 (-0,92)
INSTIT	-0,1392** (-1,98)	-0,1259* (-1,92)	-0,1325* (-1,90)
D-2010	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>	<i>omitted</i>
D-2011	-0,1007** (-2,26)	-0,1101*** (-2,66)	-0,1005** (-2,57)
D-2012	0,0759** (2,10)	0,0657** (2,04)	0,0625* (1,93)
D-2013	-0,0403 (-1,07)	-0,0486 (-1,53)	-0,0446 (-1,43)
D-2014	-0,0585* (-1,95)	-0,0622** (-2,26)	-0,0602** (-2,32)
D-2015	-0,0995*** (-3,87)	-0,0937*** (-3,93)	-0,0964*** (-4,07)
_constante	0,2839* (1,83)	0,3242* (1,88)	0,2234 (1,47)
Nº de Observações	1.151	1.151	1.151
Nº de Instrumentos	321	321	321
$\chi^2$	285,45***	245,33***	214,95***
J Hansen Test	136,55	136,01	137,63
Arellano-Bond AR (1)	-2,99***	-3,15***	-3,10***
Arellano-Bond AR (2)	1,18	1,20	1,15

**Nota:** A variável dependente é o  $Q$  de Tobin (QTOBIN). CONC = proporção de ações com direito a voto do maior acionista (CONC<sub>1</sub>), dos dois maiores (CONC<sub>2</sub>) e dos três maiores (CONC<sub>3</sub>) somados. TAM = Logaritmo Natural do Ativo total. ROE = Retorno sobre o patrimônio (LAIR sobre o patrimônio líquido). INTANG = Grau de intangibilidade (Valor de Mercado sobre patrimônio líquido). INDIV, EST e INSTIT são variáveis *dummies* que representam controle individual, estatal e institucional, respectivamente. **HighPROT (LowPROT)** é uma variável binária que assume valor 1 se a proteção ao investidor minoritário do país do país  $j$  em determinado ano é  $\geq$  mediana ( $<$  mediana). Parâmetros estimados em GMM sistêmico em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem – AR(1) e AR(2), respectivamente; e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Estatística  $z$  entre parênteses. \*, \*\*, e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelo autor.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante do conflito existente entre acionistas minoritários e majoritários, típico de economias menos desenvolvidas, bem como da possibilidade de influência da instabilidade econômica e da proteção legal de investidores minoritários no comportamento dos agentes de mercado, o presente estudo foi desenvolvido com a proposta de responder à seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre estrutura de propriedade (concentração de controle), desempenho corporativo e os ambientes econômico e legal nas empresas latino-americanas? Assim, adotou-se como objetivo geral analisar a relação entre estrutura de propriedade – em se tratando especificamente da concentração de controle –, desempenho corporativo – analisado pela óptica do valor de mercado – e os ambientes econômico (instabilidade do mercado) e legal (aspectos legais de proteção aos minoritários) nas empresas listadas nas principais bolsas da América Latina.

Com base na Teoria da Agência, replicada sob o molde de economias menos desenvolvidas – à luz do conflito principal-principal –, e considerando-se ainda a relevância dos ambientes econômico e legal, sob os pressupostos da Teoria das Organizações, como possíveis determinantes da forma como os agentes elaboram suas estratégias e moldam seus valores, o estudo levantou três hipóteses para serem testadas empiricamente:

*H<sub>1</sub>: A concentração de controle tem influência negativa sobre o desempenho nas empresas latino-americanas.*

*H<sub>2</sub>: Um maior nível de instabilidade econômica potencializa o efeito da concentração de controle sobre o desempenho corporativo.*

*H<sub>3</sub>: Um maior nível de proteção legal aos investidores minoritários atenua os efeitos da concentração de controle sobre o desempenho corporativo.*

Assim, foi delineada uma pesquisa de caráter predominantemente quantitativo, reunindo na amostra companhias de capital aberto listadas em seis países da América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), tendo como período de análise os anos 2010 a 2016, perfazendo um total de 1.393 observações ano-empresas. Alinhando-se a uma robusta literatura na área de finanças, considerou-se o desempenho corporativo, tratado como variável dependente, através do valor de mercado, mensurado de duas formas: pelo  $Q$  de Tobin

e pelo *Enterprise Value*. A concentração do capital votante foi tratada como variável independente, tendo como *proxies* a proporção de ações com direito a voto pertencentes até os três maiores acionistas das empresas. A instabilidade econômica (ambiente econômico) e o nível de proteção legal dos investidores minoritários (ambiente legal) dos países também foram considerados como variáveis independentes, utilizando-se diferentes *proxies* sugeridas pela literatura, como, por exemplo, a inflação e o Índice de Proteção Legal de Investidores Minoritários dos países, elaborado pelo Banco Mundial. Diferentes procedimentos estatísticos foram empregados, como estatísticas descritivas, testes de correlação e regressão linear múltipla com parâmetros estimados pelo Método dos Momentos Generalizados (GMM) – na perspectiva de correção de problemas de endogeneidade típicos na área de finanças.

No geral, os resultados obtidos confirmam, com base em estudos anteriores, uma elevada concentração de controle nas empresas latino-americanas analisadas, sendo identificados níveis superiores de concentração de controle na Argentina. Observou-se ainda, a partir da análise de coeficientes de correlação, que o valor de mercado apresenta correlação negativa e significativa com a concentração de controle.

No que diz respeito ao primeiro objetivo específico – examinar as características dos ambientes econômico e legal dos países da América Latina analisados –, constatou-se, no geral, um crescimento da inflação – mensurada pelo IGPC –, nos seis países ao longo dos anos 2014, 2015 e 2016, com destaque para a Argentina, que ao longo de toda a janela temporal analisada (2010 a 2016) apresentou-se como sendo o país com maiores índices inflacionários. Resultados semelhantes foram evidenciados quanto ao ambiente econômico dos países mensurado por meio da nota de *rating* da Agência Moody's, destacando-se o Chile com níveis de risco mais baixos e estáveis e, de forma contrária, a Argentina, com índices de risco mais altos e instáveis em comparação com os demais países da amostra. Nessa discussão, no que diz respeito ao ambiente legal dos seis países, com foco na proteção legal de investidores minoritários, obtiveram-se ainda evidências da Argentina e do Brasil como ostentando os índices mais baixos de proteção legal a menores investidores em comparação com os demais países analisados.

Por fim, com relação ao segundo objetivo específico desta pesquisa – verificar se a influência do controle acionário sobre o desempenho corporativo se diferencia em função dos ambientes econômico e legal dos países latino-americanos analisados –, constatou-se, através das estimações em GMM, um efeito negativo da concentração de controle sobre o valor de mercado (Hipótese H<sub>1</sub>). Nesse sentido, após a inserção das variáveis relativas ao ambiente

econômico (inflação e nota de *rating*), confirmou-se a correlação negativa entre concentração de controle e valor de mercado nas companhias em países de economias mais instáveis; no entanto, não se observou esse efeito em países com baixa instabilidade econômica, onde a concentração de controle perde significância em termos de influência sobre o valor de mercado (Hipótese H<sub>2</sub>). Ainda nessa discussão, constatou-se uma influência negativa da concentração de capital votante sobre o valor de mercado apenas em economias de baixa proteção legal aos minoritários, apontando-se, inclusive, evidências de correlação positiva entre os construtos em países de maior proteção legal aos minoritários (Hipótese H<sub>3</sub>), aceitando-se, portanto, as três hipóteses do estudo.

Com esses resultados, reforçam-se os efeitos destrutivos da concentração dos direitos de voto – por meio da formação de grandes *blockholders* nas economias analisadas – sobre o desempenho corporativo nos mercados acionários da América Latina. Apesar da suave dispersão do controle acionário ocorrida nos últimos anos, em média, por parte das empresas de alguns países, ainda se constata a presença de acionistas controladores em patamares elevados – que em ambientes de incipiente proteção aos minoritários e de baixo *enforcement* legal poderiam agir de forma abusiva contra o interesse de pequenos acionistas, como, por exemplo, delineando políticas salariais voltadas para si próprios, gerenciando informações privilegiadas, automeando cargos executivos de privilégio para seus familiares e parentes, ou mesmo elevando transações com partes relacionadas pouco eficientes para atender a objetivos pessoais – o que poderia agravar os custos de agência e, eventualmente, prejudicar a estrutura de governança da firma e seu valor de mercado.

Nesse espectro, elucubra-se ainda que, diante de um cenário de maior recessão econômica, os grandes acionistas controladores poderiam agir ainda mais fortemente guiados por seus próprios interesses na perspectiva de evitar riscos futuros sinalizados em ambientes econômicos de maior instabilidade, o que poderia potencializar a extração de benefícios privados de controle. Diante desse cenário, torna-se imperativa a preocupação por parte de órgãos reguladores – assim como por parte dos investidores de capital – em momentos de maior instabilidade econômica, dados os possíveis agravantes que esses períodos poderiam causar na relação de agência “principal-principal”.

Por outro lado, diante dos resultados das análises empíricas realizadas, é possível inferir ainda uma atenuação dos conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários frente a um ambiente legal de mais proteção aos minoritários, mesmo em economias menos desenvolvidas. Dessa forma, e diante da impossibilidade de agirem em

benefício próprio – tendo em vista barreiras legais capazes de disciplinar tais comportamentos –, os grandes acionistas controladores poderiam transmitir ao mercado a ideia de uma melhor governança corporativa, partindo-se do pressuposto de que os proprietários de grandes lotes de ações, e, por conseguinte, com concentrados poderes de decisão, seriam mais exigentes na cobrança de eficientes mecanismos de governança para controlar as decisões administrativas, acabando por exercerem um monitoramento mais eficiente da gestão, aumentando, portanto, o valor de mercado.

Apesar do rigor metodológico empreendido e da relevância dos seus achados, faz-se oportuno comentar sobre algumas limitações deste estudo. Nesse sentido, pontua-se o não monitoramento do maior acionista para fins de aproximação do percentual de direitos de controle, dada a formação de estruturas piramidais de controle típicas de economias emergentes, o que poderia ainda trazer vieses para a real classificação do tipo de acionista controlador. A omissão de discussões relacionadas ao controle por parte de acionistas que exercem cargos de gestão – *management ownership* – também poderia ser considerada um fator limitante. Por fim, comente-se ainda acerca do número reduzido de observações para alguns dos países analisados.

Dessa forma, sugere-se, para pesquisas futuras, a análise dos reflexos dos ambientes econômico e legal sobre outras facetas relacionadas à estrutura de propriedade que não apenas o controle, como, por exemplo, os direitos de fluxos de caixa ou mesmo o percentual da propriedade como um todo – considerando-se ações com e sem direito a voto –, além da replicação dos modelos empregados em outros países de economias menos desenvolvidas, como os da Europa continental, na perspectiva de confirmação dos achados apresentados, com inserção de outras variáveis de controle não exploradas neste estudo.

## REFERÊNCIAS

ABDELLAH, K.; CHENAF, D. N.; ROUGIER, E. **FDI and macroeconomic volatility: a close-up on the source countries**. Cahiers du GREThA, v. 1, n. 21, p. 1-32, 2012. Disponível em: <<http://cahiersdugretha.u-bordeaux4.fr/2012/2012-21.pdf>>. Acesso em: 11 maio 2017.

AFIFY, H. A. E. Determinants of audit report lag: does implementing corporate governance have any impact? Empirical evidence from Egypt. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 10, n. 1, p. 56-86, 2009.

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

AL-SHAMMARI, H. A.; O'BRIEN, W. R.; ALBUSAIIDI, Y. H. Firm internationalization and IPO firm performance: the moderating effects of firm ownership structure. **International Journal of Commerce and Management**, v. 23, n. 3, p. 242-261, 2013.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; GALVÃO, A. F. Measurement errors in investment equations. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 9, p. 3279-3328, 2010.

ANG, J. S.; COLE, R. A.; LIN, J. W. Agency costs and ownership structure. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 81-106, 2000.

ANTIA, M.; LIN, J. B.; PANTZALIS, C. Cultural distance and valuation of multinational corporations. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 17, n. 5, p. 365-383, 2007.

ANYANWU, J. C. Why does foreign direct investment go where it goes? New evidence from African countries. **Annals of Economics and Finance**, v. 13, n. 2, p. 425-462, 2012.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.

\_\_\_\_\_ ; BOVER, O. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. **Journal of Econometrics**, v. 68, n. 1, p. 29-51, 1995.

BANCO MUNDIAL. **Proteção dos investidores minoritários**. Disponível em: <<http://portugues.doingbusiness.org/Methodology/Protecting-Minority-Investors>>. Acesso em 14 dez 2017.

BARBOSA FILHO, F. H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 51-60, 2017.

BARROS, L. A. B. C. et al. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas. [Working paper]. **Social Science Research Network**. 2010. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em: 30 jan. 2017.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporate and private property**. New York: McMillan, 1932.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998.

BOUBAKER, S.; SAMI, H. Multiple large shareholders and earnings informativeness. **Review of Accounting and Finance**, v. 10, n. 3, p. 246-266, 2011.

BRAGA, J. P. Efeitos da adoção das IFRS sobre a qualidade das demonstrações financeiras: a relevância dos fatores institucionais. In: INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 16., 2016, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2016.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-469, 2015.



BREY, N. K. et al. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2014.

BRISTOW, M. Colômbia luta para sufocar choque de inflação. **Uol Economia** (Portal eletrônico). Notícias. Disponível em:  
<<https://economia.uol.com.br/noticias/bloomberg/2015/11/26/colombia-luta-para-sufocar-choque-de-inflacao.htm>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

BRUTON, G. D. et al. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 5, p. 491-509, 2010.

BUCKLEY, P. J. et al. The determinants of Chinese outward foreign direct investment. **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 4, p. 499-518, 2007.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CARMO, C. H. S.; RIBEIRO, A. M.; CARVALHO, L. N. G. Convergência de fato ou de direito? A influência do sistema jurídico na aceitação das normas internacionais para pequenas e médias empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 242-262, 2011.

CARVALHO, K. C. **A pequena empresa e seu ambiente organizacional**: construção de um mapa das práticas dos dirigentes de uma empresa de tecnologia da informação com base na Teoria da Dependência de Recursos e na Teoria Institucional. 331 f. 2010. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – USP, São Paulo. Disponível em:

<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18140/tde-11082010-081731/pt-br.php>>.

Acesso em: 15 dez. 2017.

CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 3, p. 248-254, 2010.

CHAMBET, A.; GIBSON, R. Financial integration, economic instability and trade structure in emerging markets. **Journal of International Money and Finance**, v. 27, n. 4, p. 654-675, 2008.

CHEN, L.; NG, J.; TSANG, A. The effect of mandatory IFRS adoption on international cross-listings. **The Accounting Review**, v. 90, n. 4, p. 1395-1435, 2014.

CHEN, Y. Y.; YOUNG, M. N. Cross-border mergers and acquisitions by Chinese listed companies: a principal-principal perspective. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 27, n. 3, p. 523-539, 2010.

CHOI, J.; KIM, J.; LEE, J. J. Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997-1998. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, n. 2, p. 166-187, 2011.

CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM, J. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. **Journal of Corporate Finance**, v. 8, n. 1, p. 29-48, 2002.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CLAESSENS, S. et. al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CORREIA, T. C.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e assimetria de informação no mercado acionário brasileiro. **Revista Ambiente Contábil**, v. 7, n. 2, p. 270, 2015.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S. The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. **Review of Business Management**, v. 17, n. 55, p. 987-1006, 2015.

\_\_\_\_\_ ; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2016.

CURY, A.; SILVEIRA, D. **PIB recua 3,6% em 2016, e Brasil tem pior recessão da história**, 2017. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/pib-brasileiro-recua-36-em-2016-e-tem-pior-recessao-da-historia.ghtml>. Acesso em: 05 Jul 2017.

CZAYA, A.; HESSER, W. Standardization systems as indicators of mental, cultural and socio-economic states. **Knowledge, Technology & Policy**, v. 14, n. 3, p. 24-40, 2001.

DAFT, R. L. **Organizações: teoria e projetos**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

DAL VESCO, D. G.; BEUREN, I. M. Influência da estrutura de propriedade e suas relações sociais no desempenho das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 3, p. 49-79, 2016.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus**, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

\_\_\_\_\_ ; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

DJANKOV, S. et al. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 430-465, 2008.

DOING BUSINESS. **Banco Mundial**: Doing Business, 2017a. Disponível em: <<http://portugues.doingbusiness.org/>>. Acesso em: 1 fev. 2017.

DOING BUSINESS. **Banco Mundial**: Doing Business – proteção dos investidores minoritários. 2017b. Disponível em: <<http://portugues.doingbusiness.org/Methodology/Protecting-Minority-Investors>>. Acesso em 1 fev. 2017.

DOUMA, S.; GEORGE, R.; KABIR, R. Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from a large emerging market. **Strategic Management Journal**, v. 27, n. 7, p. 637-657, 2006.

DURNEV, A.; KIM, E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance Economics**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

EXAME. **Banco Central do Chile reduz previsão de PIB para 2016**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/economia/banco-central-do-chile-reduz-previsao-de-pib-para-2016/>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.

FAROOQ, O.; ZAROAULI, I. Financial centers and ownership concentration: when is ownership concentration value relevant? Evidence from an emerging market. **Research in International Business and Finance**, v. 38, n. 1, p. 236-245, 2016.

FAUZI, F.; LOCKE, S. Board structure, ownership structure and firm performance: a study of New Zealand listed-firms. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 8, n. 2, p.43-67, 2012.

FERREIRA, T. S. V.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e desempenho corporativo nos principais mercados de capitais da América Latina. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 6, n. 3, p. 1-19, 2016.

FILATOTCHEV, I.; JACKSON, G.; NAKAJIMA, C. Corporate governance and national institutions: a review and emerging research agenda. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 30, n. 4, p. 965-986, 2013.

FITCH RATINGS. **Second year of economic contraction poses challenges for Latin America**. Disponível em: <<https://www.fitchratings.com/site/pr/1013022>>. Acesso em: 27 dez. 2016.

FLEMING, G.; HEANEY, R.; MCCOSKER, R. Agency costs and ownership structure in Australia. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 13, n. 1, p. 29-52, 2005.

FLORACKIS, C. Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 4, n. 1, p. 37-59, 2008.

FLORES, E. et al. Earnings management and macroeconomic crises: evidences from Brazil and USA capital markets. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 6, n. 2, p. 179-202, 2016.

FLOROU, A.; KOSI, U. Does mandatory IFRS adoption facilitate debt financing? **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 4, p. 1407-1456, 2015.

FMI. **World Economic Outlook Database, October 2017**. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/weoselgr.aspx>>. Acesso em 13 dez 2017.

FUJIWARA, H.; KIMURA, H. How managers' compensation, strategy, and institutional environment motivate entrepreneurial financing choices: some evidence from venture capital firms. **The Journal of Private Equity**, v. 15, n. 3, p. 45-61, 2012.

GAUR, S. S.; BATHULA, H.; SINGH, D. Ownership concentration, board characteristics and firm performance: a contingency framework. **Management Decision**, v. 53, n. 5, p. 911-931, 2015.

GOUREVITCH, P. A. The politics of corporate governance regulation. **Yale Law Journal**, v. 112, n. 1, p.1829-1880, 2003.

GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: an international comparison. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 688-705, 2008.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. São Paulo: AMGH Editora, 2011.

GUTIÉRREZ, L. H.; POMBO, C. Corporate ownership and control contestability in emerging markets: the case of Colombia. **Journal of Economics and Business**, v. 61, n. 2, p. 112-139, 2009.

HAN, J. C.; WANG, S. Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis. **Accounting Review**, v. 73, n. 1, p. 103-117, 1998.

HANSMANN, H. **The ownership of enterprise**. London: Harvard University Press, 2000.

HANSEN, L. P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate governance: voting rights and majority rules. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 203-235, 1988.

HELWEGE, J.; PIRINSKY, C.; STULZ, R. M. Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 3, p. 995-1028, 2007.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic management cases: competitiveness and globalization**. Texas: Cengage Learning, 2012.

IATRIDIS, G.; DIMITRAS, A. I. Financial crisis and accounting quality: evidence from five European countries. **Advances in Accounting**, v. 29, n. 1, p. 154-160, 2013.

ITURRIAGA, F. J. L.; CRISÓSTOMO, V. L. Do leverage, dividend payout, and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.

JARA, A.; ES, A. **Banco Central do Chile reduz estimativa de crescimento em 2014 e eleva de inflação**. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,bc-do-chile-reduz-estimativa-de-crescimento-em-2014-e-eleva-de-inflacao,1512997>>. Acesso em: 9 ago. 2017.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHN, K.; LITOV, L.; YEUNG, B. Corporate governance and risk-taking. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1679-1728, 2008.

JOHNSON, S. et al. Corporate governance in the Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 141-186, 2000.

KAVESKI, I. D. S. et al. Estrutura de propriedade e desempenho empresarial: uma análise em empresas familiares listadas na BM&FBovespa. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 3, n. 8, p. 65-81, 2015.

KOBEISSI, N.; SUN, X. Ownership structure and bank performance: evidence from the Middle East and North Africa Region. **Comparative Economic Studies**, v. 52, n. 3, p. 287-323, 2010.

KRISHNAMURTI, C.; SEVIC, A.; SEVIC, Z. Legal environment, firm-level corporate governance and expropriation of minority shareholders in Asia. **Economic Change and Restructuring**, v. 38, n. 1, p. 85-111, 2005.

KUMAR, P.; ZATTONI, A. Ownership, managerial entrenchment, and corporate performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 22, n. 1, p. 1-3, 2014.

\_\_\_\_\_ ; \_\_\_\_\_ Ownership structure, corporate governance and firm performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 6, p. 469-471, 2015.

KUTSUNA, K.; OKAMURA, H.; COWLING, M. Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of Jasdac companies. **Pacific Basin Finance Journal**, v. 10, n. 2, p.163-181, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAMBERTIDES, N.; MAZOUZ, K. Stock price volatility and informational efficiency following the mandatory adoption of IFRS in Europe. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 14, n. 1, p. 4-17, 2013.

LEFORT, F. Ownership structure and corporate governance in Latin America. **Revista Abante**, v. 8, n. 1, p. 55-84, 2005.

\_\_\_\_\_ ; URZÚA, F. Board independence, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile. **Journal of Business Research**, v. 61, n. 6, p. 615-622, 2008.

LEMMON, Michael L.; LINS, Karl V. Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 4, p. 1445-1468, 2003.



LI, K. et al. Board independence, ownership concentration and corporate performance: Chinese evidence. **International Review of Financial Analysis**, v. 41, n. 1, p. 165-175, 2015.

LI, W.; WANG, S. S. Daily institutional trades and stock price volatility in a retail investor dominated emerging market. **Journal of Financial Markets**, v. 13, n. 4, p. 448-474, 2010.

LIN, B.; LEE, Y.; HUNG, S. R&D intensity and commercialization orientation effects on financial performance. **Journal of Business Research**, v. 59, n. 6, p. 679-685, 2006.

LIN, L.; CHOW, M. E. The Doing Business Index on minority investor protection: the case of Singapore. **Singapore Journal of Legal Studies**, v. 14, n 5, p. 46-69, 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2762088>>. Acesso em: 1 fev. 2017.

LITZMAN, M.; KOUBA, L. How the legal environment affects the structure of employment. **Acta Universitatis Agriculturae et Silvicultura e Mendelianae Brunensis**, v. 63, n. 6, p. 2005-2009, 2015.

LOMBARDI, M. F. S.; BRITO, E. P. Z. Incerteza subjetiva no processo de decisão estratégica: uma proposta de mensuração. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 6, p. 990-1010, 2010.

LOPES, A. B.; WALKER, M. Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: new evidence from Brazil. **The British Accounting Review**, v. 44, n. 2, p. 53-67, 2012.

MÁLAGA, F. K. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

MANGENA, M.; TAURINGANA, V.; CHAMISA, E. Corporate boards, ownership structure and firm performance in an environment of severe political and economic crisis. **British Journal of Management**, v. 23, n. 1, p. 23-41, 2012.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 374-395, 2015.

MARQUES, T. A.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, 2015.

MEHDI, I. K. Empirical evidence on corporate governance and corporate performance in Tunisia. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 6, p. 1429-1441, 2007.

MÉNDEZ, C. E.; VILLANUEVA, C. M. Performance and ownership concentration in Chilean firms that issue American Depositary Receipts (ADR). **Cuadernos de Administración**, v. 23, n. 40, p. 95-116, 2010.

MITTON, Todd. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 64, n. 2, p. 215-241, 2002.

MOODY'S. **Ratings disclosures**. Disponível em:

<<https://www.moody's.com/newsandevents/topics/ratings-disclosures/-/007017/0/007017%7C004002/-/0/-/0/tp>>. Acesso em 14 dez 2017.

MORRIS, P. **Introduction to Game Theory**. New York: Springer Verlag, 1994.

MUHAMMAD, N. M. N.; ABDULLAH, M. Investment decision-making style: are Malaysian investors rational decision makers. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, v. 1, n. 3, p. 96-108, 2009.

NARANJO, P. L.; SAAVEDRA, D.; VERDI, R. S. Financial reporting regulation and financing decisions. **Working Paper**, SSRN, 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2147838>>. Acesso em: 18 mar. 2016.

NGUYEN, T.; LOCKE, S.; REDDY, K. Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: does national governance quality matter? **International Review of Financial Analysis**, v. 41, n. 1, p. 148-161, 2015.

NORTH, D. C. **Institutions, institutional change and economic performance** (political economy of institutions and decisions). Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OLIVEIRA, R. R.; GONÇALVES, C. A.; MARTINS, H. C. Desempenho organizacional: integração do modelo valor, raridade, instabilidade e organização com a gestão de projetos. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 20, n. 2, p. 252-275, 2017.

ÖNDER, Z. Ownership concentration and firm performance: evidence from Turkish firms. **METU Studies in Development**, v. 30, n. 2, p. 181-203, 2003.

PENMAN, S. H.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. The book-to-price effect in stock returns: accounting for leverage. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 2, p. 427-467, 2007.

PERSAKIS, Anthony; IATRIDIS, George Emmanuel. Earnings quality under financial crisis: a global empirical investigation. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 30, n. 24, p. 1-35, 2015.

PEARSON, C. M.; CLAIRE, J. A. Reframing crisis management. **Academy of Management Review**, v. 23, n. 1, p. 58-76, 1988.

PIGNATA, F. A.; CARVALHO, D. O. Efeitos da crise econômica no Brasil em 2015. **Revista Eletrônica Diálogos Acadêmicos**, v. 9, n. 2, p. 4-18, 2015.

PINDADO, J.; REQUEJO, I.; TORRE, C. Family control, expropriation, and investor protection: a panel data analysis of Western European corporations. **Journal of Empirical Finance**, v. 27, n. 1, p. 58-74, 2014.

RENNÓ, L. R. Confiança interpessoal e comportamento político: microfundamentos da teoria do capital social na América Latina. **Revista Opinião Pública**, v. 7, n. 1, p. 33-59, 2001.

REYNA, J. M. S. M.; VÁZQUEZ, R. D.; VALDÉS, A. L. Corporate governance, ownership structure and performance in Mexico. **International Business Research**, v. 5, n. 11, p. 12-27, 2012.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ROE, M. J. **Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact**. New York: Oxford University Press, 2003.

ROODMAN, D. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **Stata Journal**, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009.

SABRI, N. R. The impact of trading volume on stock price volatility in the Arab economy. **Journal of Derivatives & Hedge Funds**, v. 14, n. 3-4, p. 285-298, 2008.

SALES, B. F. **Desenvolvimento de metodologia de rating baseada no modelo ordered probit**. 44 f. 2006. Dissertação (Mestrado em Profissionalizante em Finanças e Economia Empresarial) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/280>>. Acesso em: 6 nov. 2017.

SANT'ANA, N. L. S. et al. Concentração de propriedade e desempenho: um estudo nas empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica. **Gestão & Produção**, v. 23, n. 4, p. 718-732, 2016.

SANTIAGO-CASTRO, M.; BROWN, C. J. Ownership structure and minority rights: a Latin American view. **Journal of Economics and Business**, v. 59, n. 5, p. 430-442, 2007.

SCHERMERHORN JÚNIOR, J. R. **Administração**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC Editora, 1999.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

\_\_\_\_\_ ; WOLFENZON, D. Investor protection and equity markets. **Journal of Financial Economics**, v. 66, n. 1, p. 3-27, 2002.

SILVA, A. et al. Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 3, p. 268-283, 2014.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

\_\_\_\_\_ et al. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. **Revista do BNDES**, v. 5, n. 10, p. 37-62, 1998.

SOARES, R. O.; KLOECKNER, G. O. Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 4, p. 79-93, 2008.

SOBRAL, F.; PECI, A. **Administração: teoria e prática no contexto brasileiro**. Pearson Prentice Hall, 2008.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 240-250, 2014.

SOUSA, L. V. Em defesa de um regime de câmbios flexíveis para o Brasil? Uma contribuição para o debate. **Pensamento & Realidade**, v. 28, n. 2, p. 135-157, 2013.

TAHINAKIS, Panayiotis D. R&D expenditures and earnings management: evidence from Eurozone countries in crisis. **The Journal of Economic Asymmetries**, v. 11, p. 104-119, 2014.

TAM, K.; TAN, M. G. Ownership, governance and firm performance in Malaysia. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 2, p. 208-222, 2007.

TEULON, F.; GUESMI, K. Determinants of foreign direct investments in the South Asian Association for Regional Cooperation. **Journal of Applied Business Research**, v. 29, n. 6, p. 1791-1798, 2013.

TOBIN, J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

TROMBETTA, M.; IMPERATORE, C. The dynamic of financial crises and its nonmonotonic effects on earnings quality. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, n. 3, p. 205- 232, 2014.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; MORAIS, C. R. F.; LUCA, M. M. M. Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública de Ações. In: XIX Seminários em Administração – SemeAd, 2016, São Paulo. Estrutura de Propriedade e Reestruturações, 2016.

VARTANIAN, P. R. **A crise argentina e o Mercosul**, 2014. Disponível em <<http://www.ictsd.org/bridges-news/pontes/news/a-crise-argentina-e-o-mercosul>>. Acesso em 04 de jul 2017.

WANG, K.; SHAILER, G. Ownership concentration and firm performance in emerging markets: a meta-analysis. **Journal of Economic Surveys**, v. 29, n. 2, p. 199-229, 2015.

WILLIAMSON, O. E. **Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications**. New York: Free Press, 1975.

WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Journal of Econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.

WINTOKI, M. B.; LINCK, J. S.; NETTER, J. M. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 105, n. 3, p. 581-606, 2012.

ZHANG, H.; KYAW, K. Ownership structure and firm performance: an empirical analysis of Chinese companies. **Applied Economics and Finance**, v. 4, n. 2, p. 57-64, 2016.